

De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen

een analyse van recht,
gebeurtenissen en ideeën

F.G.K. Overkleef



**DE POSITIE VAN AANDEELHOUDERS IN
BEURSVENNOOTSCHAPPEN**

een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën

Verkorte citeerwijze: Overkleef, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen (IVOR nr. 103)* 2017

Volledige citeerwijze: F.G.K. Overkleef, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 103)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017

Ontwerp omslag: Hans Roenhorst, www.h2rplus.nl

ISBN 978-90-13-14366-9

ISBN 978-90-13-14367-6 (E-book)

NUR 827-715

© 2017, F.G.K. Overkleef

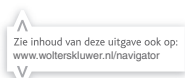
Alle rechten in deze uitgave zijn voorbehouden aan Wolters Kluwer. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorrecht te Hoofddorp (Postbus 3051, 2130 KB).

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm or any other means without written permission from the publisher.

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en Wolters Kluwer Nederland B.V. geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle uitgaven van Wolters Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.wolterskluwer.nl of opvragen via de klantenservice.



NAVIGATOR

**De positie van aandeelhouders in
beursvennootschappen**

een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën

The position of shareholders in listed companies

an analysis of law, events and ideas

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor aan de
Erasmus Universiteit Rotterdam
op gezag van de rector magnificus
Prof.dr. H.A.P. Pols
en volgens besluit van het College voor Promoties

De openbare verdediging zal plaatsvinden op
vrijdag 16 juni 2017 om 13:30 uur

door

Frans Gerrit Koenraad Overkleef
geboren te Utrecht

Promotiecommissie

Promotor: prof.mr. L. Timmerman

Overige leden: prof.mr. B.F. Assink
prof.mr. M.J. Kroeze
prof.mr. J.H.M. Willems

“The problem with the future is that it isn’t as clear as the past. That’s why the writing of history generally – and the writing of biography particularly – requires empathy, which is not the same as sympathy. It asks a very simple question: What exactly would I, knowing what they knew then, have done differently?”

John Lewis Gaddis, *George F. Kennan, an American life*, London: Penguin 2012, p. 146.

Voorwoord

Dit boek bevat het promotieonderzoek van mr. F.G.K. Overkleef. Prof. mr. L. Timmerman trad op als promotor.

Het proefschrift van Overkleef gaat over de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. Centraal staan de ontwikkelingen in wetgeving, beleid, rechtspraak en zelfregulering met betrekking tot aandeelhouders in beursvennootschappen die zich in de periode tussen 1999 en 2004 hebben voltrokken. Voorbeelden van deze ontwikkelingen zijn de wetswijzigingen die met de Wet structuurregeling tot stand zijn gebracht, de vaststelling van de eerste Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblat), de rechtspraak van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad in zaken als *Gucci*, *RNA* en *HBG* en de voortdurende discussies over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies, onder andere tegen de achtergrond van de EU Overnamerichtlijn. Als geheel genomen leidden deze ontwikkelingen tot een versterking van de positie van aandeelhouders in het bestel van corporate governance binnen beursvennootschappen. Overkleef beschrijft de herkomst van deze ontwikkelingen en analyseert de gevolgen ervan, inclusief de correcties die in de jaren erna op deze ontwikkelingen zijn aangebracht. Aan het slot staat Overkleef stil bij de vraag welke lessen uit deze episode getrokken kunnen worden voor de verdere rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen.

Zoals de ondertitel van het boek aangeeft, behelst het door Overkleef verrichte onderzoek niet alleen een analyse van het recht, maar ook een analyse van gebeurtenissen en ideeën. Overkleef maakt de wisselwerking tussen de rechtsontwikkeling enerzijds en veranderingen in ideeën en feitelijke ontwikkelingen anderzijds inzichtelijk. Vanuit dit perspectief trekt Overkleef lange lijnen door de achterliggende ideeëngeschiedenis waarbij hij laat zien welke juridische, feitelijke en normatieve ontwikkelingen aan de rond de eeuwwisseling tot stand gebrachte versterking van de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen ten grondslag lagen. Als onderdeel van deze ideeëngeschiedenis geeft Overkleef onder meer een separate beschouwing over de ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht ('law & economics') waarbij hij ook de invloed van bepaalde daarin ontwikkelde ideeën en concepten op ondernemingsrechtelijke discussies in wetenschap en beleid probeert te duiden. Voorts bevat het proefschrift van Overkleef nog een hoofdstuk waarin bij wijze van functionele rechtsvergelijking bepaalde ontwikkelingen op het gebied van ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk worden beschreven.

VOORWOORD

Dit boek stelt de lezer in staat om de erfenis van de rechtsontwikkeling rond de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen tussen 1999 en 2004 te duiden en op waarde te schatten. Het boek bevat ook in algemene zin nuttige en vernieuwende perspectieven over het proces van rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht. Deze perspectieven zijn met name relevant voor de toekomst. Wij nemen dan ook met genoegen dit proefschrift op in de reeks van uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht.

M.J. Kroeze
J.B. Wezeman

Inhoud

Voorwoord	VII
Hoofdstuk 1. Inleiding	1
1.1 Introductie van het onderwerp	1
1.2 Onderzoeksvraag en doel van het onderzoek	8
1.3 Verantwoording onderzoeksmethode	12
1.4 Afbakening onderzoek, verklaring begripsgebruik	23
1.5 Plan van behandeling	27
Hoofdstuk 2. De N.V. in het klassieke ondernemingsrecht	29
2.1 Inleiding	29
2.2 Grondtrekken van de N.V. onder het WvK 1929	32
2.2.1 Karakter van de vennootschap	32
2.2.2 Taakopdracht en bevoegdheid bestuur	34
2.2.3 De N.V. als rechtspersoon	36
2.3 De tegenstelling tussen publieke N.V.'s en 'besloten vennootschappen' en de 'hoogste macht' gedachte	39
2.3.1 Grote N.V.'s en 'besloten' N.V.'s	39
2.3.2 Nieuwe interpretatie van artikel 47 WvK	43
2.4 De eerste ontwikkeling: het Doetinchemse Ijzergieterij-arrest (HR 1 april 1949)	45
2.4.1 Casus	46
2.4.2 Ontvangst en commentaar	47
2.5 De tweede ontwikkeling: het Forumbank-arrest (HR 21 januari 1955)	51
2.5.1 Casus	52
2.5.2 Ontvangst en commentaar	53
2.6 De derde ontwikkeling: de N.V. als instituut en het vennootschappelijk belang (1959-1964)	57
2.6.1 Dissertatie Löwensteyn	58
2.6.2 Gewijzigde opvatting Van der Grinten	61
2.6.3 Oratie Maeijer	64
2.7 Maatschappelijke ontwikkelingen en de discussie over belangenverbreding binnen de N.V. (1959-1965)	69
2.7.1 Naoorlogse aandacht voor functioneren van grote ondernemingen	70
2.7.2 Commissie Verdam	73
2.7.3 Structuurregeling	77
2.8 Uitleiding	78

INHOUD

Hoofdstuk 3.	Wegbereiders voor het nieuwe ondernemingsrecht in markt, politiek, beleid en wetenschap (1971-1999)	81
3.1	Inleiding	81
3.2	Ontwikkelingen in de Nederlandse politiek (1971-1995)	86
3.2.1	Het kabinet Den Uyl	86
3.2.2	Kabinetten Lubbers I en II: privatiserings- en dereguleringsbeleid	89
3.3	Ontwikkelingen op de Nederlandse kapitaalmarkt en de discussie over beschermingsconstructies (1980-1995)	94
3.3.1	Internationalisering van financiële markten	94
3.3.2	Modernisering Amsterdamse Effectenbeurs	96
3.3.3	De eerste discussies over beschermingsconstructies	100
3.4	Verschuivingen in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen (1980-1995)	105
3.4.1	Veranderend profiel van aandeelhouders	105
3.4.2	Positie Nederlandse institutionele beleggers	109
3.5	Naar een bredere politieke discussie: het Wetsvoorstel betwiste overnames en de Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters (1996-1999)	114
3.5.1	Kabinetten Paars I en II	114
3.5.2	Privatiserings- en dereguleringsbeleid onder Paars I en II	118
3.5.3	Voortzetting discussie over beschermingsconstructies en het Wetsvoorstel betwiste overnames	121
3.5.4	De Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters	128
3.6	Ontwikkeling in de wetenschap	138
3.6.1	Eerste aanzetten uit de ondernemingsrechtspraktijk	138
3.6.2	Veranderingen in beoefening van ondernemingsrechtswetenschap	142
3.7	Uitleiding	145
Hoofdstuk 4.	De ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht	147
4.1	Inleiding	147
4.2	De opkomst van law & economics en de Coase Theorem	153
4.2.1	Inleiding	153
4.2.2	Coase en de Coase Theorem	154
4.2.3	Overheidsregulering en marktwerking	157
4.2.4	Friedman	160
4.3	De verwetenschappelijking van 'finance' en de Efficient Market Hypothesis	163
4.3.1	Positive Economics	163
4.3.2	Arrow/Debreu en Fama	167
4.3.3	Verdere ontwikkeling in finance en econometrie	171
4.4	Law & economics en corporate governance: de Market for Corporate Control en de Agency Theory	173
4.4.1	Finance en corporate governance	173
4.4.2	Manne	173
4.4.3	Jensen/Meckling	178
4.4.4	Synthese	184

INHOUD

4.5	Verdere toepassing en popularisering: the Economic Structure of Corporate Law	185
4.5.1	Inleiding	185
4.5.2	De onderneming als ‘nexus of contracts’	187
4.5.3	Integratie EMH in corporate governance	190
4.5.4	De benadering van aandeelhouders als ‘residual claimants’	193
4.5.5	Incentives	196
4.6	Onvangst van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht in de Nederlandse rechtswetenschap	200
4.6.1	Inleiding	200
4.6.2	Vermeldingen in juridische tijdschriften	201
4.6.3	Slagter en De Kluiver	203
4.6.4	Indirecte doorwerking	206
4.7	Afronding	212
 Hoofdstuk 5. De omslag (1999-2004)		 215
5.1	Inleiding	215
5.2	Wetgeving en beleid in Nederland: de aanloopfase (1999-2001)	218
5.2.1	De kabinetsnota over corporate governance (1999)	218
5.2.2	De voorziene rol van institutionele beleggers	224
5.2.3	De concrete beleidsagenda uit de kabinetsnota over corporate governance	230
5.2.4	Het SER-rapport over de toekomst van de structuurregeling (2000-2001)	236
5.3	De Europese dimensie (2002-2003)	247
5.3.1	De rapporten van de High Level Group of Company Law Experts (2001-2002)	247
5.3.2	Het EU Action Plan (2003)	260
5.4	Uitwerking in rechtspraak	268
5.4.1	Ontwikkelingen in het enquêterecht en de rol van de Ondernemingskamer	268
5.4.2	Gucci (1999-2002)	272
5.4.3	RNA (2001-2003)	280
5.4.4	HBG (2001-2003)	287
5.4.5	Afrondende beschouwingen over de rol van de Ondernemingskamer	297
5.5	Uitwerking in zelfregulering	301
5.5.1	De Code Tabaksblat (2003)	301
5.5.2	De ontstaansgeschiedenis van de Code	306
5.5.3	Reacties op de Code vanuit institutionele beleggers	310
5.5.4	Kabinetsreactie op de Code en wettelijke verankering van de Code	315
5.6	Uitwerking in wetgeving	323
5.6.1	Het eerste Wetsvoorstel structuurregeling	323
5.6.2	Vergaande aanpassingen in het wetsvoorstel (2003)	330
5.7	Afronding	344

INHOUD

Hoofdstuk 6.	Breuklijnen, constanten en correcties (2005-heden)	347
6.1	Inleiding	347
6.2	Breuklijnen	355
6.2.1	Eerste breuklijn: terugtrekkende bewegingen van Nederlandse institutionele beleggers	355
6.2.2	Tweede breuklijn: leemtes in juridisch kader voor uitoefening aandeelhoudersrechten	364
6.2.3	Derde breuklijn: gefixeerde beleidsoriëntatie	383
6.3	Constanten: de rechtspraak van de Hoge Raad	397
6.3.1	Inleiding	397
6.3.2	HR ABN AMRO nader beschouwd	399
6.3.3	Verdere ontwikkelingen in jurisprudentie	406
6.3.4	Impact van de jurisprudentie	419
6.4	Verdere ontwikkelingen in wetgeving, beleid en zelfregulering	426
6.4.1	Verdere ontwikkelingen in Nederland	426
6.4.2	Europese ontwikkelingen	430
6.5	Beschouwingen en kanttekeningen	433
6.5.1	Het nieuwe raamwerk over aandeelhouders in beursvennootschappen	433
6.5.2	Het beoordelingskader voor handelen van aandeelhouders	434
6.5.3	De inbedding van de Code in het ondernemingsrecht	438
6.5.4	Bestuurszelfstandigheid en het vennootschappelijk belang als afweermiddel tegen aandeelhoudersactivisme	439
6.6	Afronding	440
Hoofdstuk 7.	Ervaringen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk	445
7.1	Inleiding	445
7.2	Duitsland	449
7.2.1	Grondtrekken van het Duitse AG-recht	449
7.2.2	Hervormingen in het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen (1998-)	457
7.2.3	Analyse en vergelijking	474
7.3	Verenigd Koninkrijk	488
7.3.1	Grondtrekken van het Britse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen	488
7.3.2	Herziening en internationale export (1998-2006)	498
7.3.3	Onzekerheid en onrust (2008-)	507
7.4	Afronding	516
Hoofdstuk 8.	Nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen	521
8.1	Inleiding	521
8.2	Lessen uit het verleden voor een onzekere toekomst	522
8.3	Iets over ideeën in het ondernemingsrecht	530
8.4	Perspectieven voor een toekomstig ondernemingsrecht voor beursvennootschappen	535
8.5	Afronding	553

INHOUD

Samenvatting	555
Summary	577
Literatuurlijst	599
Overzicht rechtspraak	669
Overzicht overige bronnen	673
Dankwoord	679
Curriculum vitae	681

Hoofdstuk 1. Inleiding

1.1 Introductie van het onderwerp

Dit proefschrift gaat over de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. De keuze voor dit onderwerp is voornamelijk ingegeven door de crisis die zich vanaf medio 2007 op de wereldwijde financiële markten manifesteerde en die werd gevolgd door een diepe recessie in de reële economie.¹ In de loop van de crisis, met name rond het hoogtepunt in het najaar van 2008, bleken verschillende Nederlandse beursgenoteerde financiële instellingen zeer kwetsbaar te zijn geworden voor de verslechterde marktomstandigheden. De Nederlandse activiteiten van Fortis, dat in 2007 nog samen met The Royal Bank

-
1. In de beginfase openbaarde de financiële crisis zich in het feitelijk stilvallen van de markten voor bepaalde gestructureerde producten zoals hypotheekobligaties waardoor met name Amerikaanse financiële instellingen in de problemen kwamen met hun financiering. Daarna droogden ook andere financieringsbronnen voor financiële instellingen op. Verschillende financiële instellingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk maar ook in Nederland en België moesten uiteindelijk met kapitaalinjecties van de staat of via gedwongen fusies overeind gehouden worden. In enkele gevallen werd een instelling zelfs genationaliseerd. Met name in het najaar van 2008 zorgden deze ontwikkelingen voor heftige bewegingen op de financiële markten. Ook de reële economie werd hard geraakt. Over de financiële crisis – die in de eerste fase nog werd aangeduid als de kredietcrisis – zijn inmiddels vele boeken geschreven. Een toegankelijk overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen en de vermoede oorzaken vanuit Amerikaans perspectief wordt gegeven in N. Roubini & S. Mihm, *Crisis Economics: a crash course in the future of finance*, New York: Penguin Press 2010, R.G. Rajan, *Fault Lines: how hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton: Princeton University Press 2010, A.S. Blinder, *After the Music Stopped: the financial crisis, the response and the work ahead*, New York: Penguin Press 2013 en J.E. Stiglitz, *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*, New York: W.W. Norton 2010. Een meer persoonlijk verslag vanuit het perspectief van de hoofdrolspelers in de Verenigde Staten is te vinden in A.R. Sorkin, *Too Big to Fail, inside the battle to save Wall Street*, New York: Allen Lane 2009 en H.M. Paulson Jr., *On the Brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*, New York: Business Plus 2010. Een Europees perspectief biedt H. Davies, *The Financial Crisis: who is to blame?*, Cambridge: Polity Press 2010 en een Nederlands perspectief is te vinden in C. van Ewijk & C. Teulings, *De Grote Recessie: het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Balans 2009.

HOOFDSTUK 1

of Scotland en Santander het grote ABN AMRO voor EUR 72 miljard had overgenomen,² moesten in oktober 2008 worden genationaliseerd.³ Andere financiële instellingen zoals ING, Aegon en SNS REAAL kregen in dezelfde periode substantiële kapitaalinjecties van de staat. ING moest in het verlengde daarvan een grootscheepse herstructurering doorvoeren waarbij haar verzekeringsactiviteiten werden verzelfstandigd. Ook SNS REAAL moest herstructureren, maar zij slaagde er uiteindelijk niet in om dit proces op eigen kracht te voltooien. Haar financiële positie kwam door aanhoudende slechte marktomstandigheden (inmiddels speelde sinds 2010 de eurocrisis⁴) en een buitenproportionele blootstelling aan de vastgoedmarkt zodanig onder druk te staan dat zij in februari 2013 alsnog genationaliseerd werd.⁵

De gebeurtenissen rond de crisis geven aanleiding tot verschillende vragen. Zo is de “*conventional wisdom*”⁶ in de economische wetenschap over de werking van financiële markten, de mogelijkheden van risicobeheersing en de effecten van deregulering door de crisis danig op de proef gesteld.⁷ De gerezen vragen

-
2. Beschreven in P. Battes & P. Elshout, *De val van ABN AMRO: een reconstructie in zes aktes*, Amsterdam: Business Contact 2008 en J. Smit, *De Prooi: blinde trots breekt ABN AMRO*, Amsterdam: Prometheus 2008.
 3. Zie voor een verslag van de gebeurtenissen o.m. P. Depuydt, *De Kloof: hoe de breuk tussen Belgen en Nederlanders Fortis fataal werd*, Amsterdam: Prometheus 2010, p. 297-343.
 4. Zie voor een overzicht vanuit Nederlands perspectief E. Kalse & D. van Lent, *Het Rampscenario: waarom een nieuwe crash onvermijdelijk is*, Amsterdam: Prometheus 2011 en M. Visser, *De Eurocrisis: onthullend verslag van politiek falen*, Amsterdam: Business Contact 2012.
 5. Hierover V. van der Boon et al., *De Val van SNS REAAL: het complete verhaal*, Amsterdam: Nieuw Amsterdam 2013.
 6. De term ‘conventional wisdom’ is afkomstig uit *The Affluent Society* van de Amerikaanse econoom J.K. Galbraith. Hij schreef hierover: “*The enemy of conventional wisdom is not ideas but the march of events. As I have noted, the conventional wisdom accommodates itself not to the world that it is meant to interpret, but to the audience’s view of the world. Since the latter remains with the comfortable and the familiar, while the world moves on, the conventional wisdom is always in danger of obsolescence. This is not immediately fatal. The fatal blow to the conventional wisdom comes when the conventional ideas fail signally to deal with some contingency to which obsolescence has made them palpably inapplicable. This, sooner or later, must be the fate of ideas which have lost their relation to the world.*” Zie J.K. Galbraith, *The Affluent Society*, 40th Anniversary Edition, London: Penguin Books 1998 (1e druk 1958), p. 11.
 7. Zie voor een korte en prikkelende inleiding over de impact van de crises op bepaalde elementen van ‘conventional wisdom’ in de economische wetenschap P.R. Krugman, ‘How did economists get it so wrong?’, *New York Times* 6 september 2009. Illustratief is ook de intellectuele zoektocht van de Amerikaanse rechter en rechtseconoom Posner die in twee opeenvolgende boeken zichtbaar was. Zie R.A. Posner, *A Failure of Capitalism, the crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2009 en R.A. Posner, *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2010.

strekken zich ook uit tot het terrein van het ondernemingsrecht. Het ondernemingsrecht dicteert immers de formele scheiding en verdeling van macht en bevoegdheden binnen een onderneming. Voor het goed functioneren van een dergelijke scheiding en verdeling van macht en bevoegdheden is van belang dat het systeem voorziet in ‘checks & balances’.⁸ Voor ondernemingen is de kern hiervan gelegen in het vennootschapsrecht. Bij beursgenoteerde ondernemingen geven de toepasselijke beursregels, het financieel toezichtrecht en bepaalde gedragscodes die bij wijze van geconditioneerde zelfregulering van toepassing zijn hieraan nog een extra dimensie. Het stelsel van checks & balances dat uit al deze regels voortvloeit wordt ook wel aangeduid met de term ‘corporate governance’.⁹ Een belangrijk deel van de checks & balances binnen het bestel van corporate governance ziet direct of indirect op vormen van toezicht door private actoren. Het gaat hier met name om de commissarissen of niet-uitvoerend bestuurders enerzijds en de aandeelhouders anderzijds. De omvang van de tijdens de crisis gebleken problemen bij bepaalde instellingen roept de vraag op of dit intern toezicht bij de betreffende instellingen wel adequaat heeft gefunctioneerd. Voor ondernemingsrechtjuristen is daarom de grote vraag of en zo ja in hoeverre het Nederlandse bestel van checks & balances bij beursvennootschappen aan de in de crisis gebleken kwetsbaarheid van bepaalde beursgenoteerde financiële instellingen heeft bijgedragen.¹⁰

-
8. Zie voor de klassieke uitdrukking van dit idee *The Federalist Papers no. 51* (‘The Structure of the Government Must Furnish the Proper Checks and Balances Between the Different Departments’). In de woorden van James Madison: “*To what expedient, then, shall we finally resort, for maintaining in practice the necessary partition of power among the several departments as laid down in the Constitution? The only answer that can be given is that as all of these exterior provisions are found to be inadequate the defect must be supplied, by so contriving the interior structure of the government as that its several constituent parts may, by their mutual relations, be the means of keeping each other in their proper places.*” Zie Publius (Hamilton/Madison/Jay), *The Federalist Papers*, New York: Signet Classic 2003 (oorspronkelijk 1788), p. 317-318.
 9. In deze zin F.K. Buijn & P.M. Storm, *Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk*, Deventer: Kluwer 2013 (voorheen Sanders/Westbroek/Buijn/Storm), p. 25. Er bestaat geen vastomlijnde definitie van het begrip corporate governance. Een andere bruikbare beschrijving is afkomstig van Cools: “*Corporate governance gaat over machtsevenwicht en het afleggen van verantwoording. Concreter kan goed ondernemingsbestuur worden omschreven als integer bestuur dat op een transparante manier verantwoording aflegt aan aandeelhouders en andere stakeholders over strategie, resultaten en risicobeheersing.*” Zie K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter: over bestuurders en corporate governance*, Assen: Kon. van Gorcum 2005, p. 1.
 10. Zie voor aanzetten tot deze discussie J.W. Winter, ‘The financial crisis: does good corporate governance matter and how to achieve it?’, Duisenberg School of Finance policy paper 2011, nr. 14, te raadplegen via: <<http://www.ssrn.com>> en voor een Nederlands perspectief M.J. Kroeze, L. Timmerman & E.C.H.J. Lokin, ‘The credit crisis and Dutch company law’, *Ondernemingsrecht* 2009, 135. Een interessant perspectief biedt de dissertatie van Masouros die een verband legt tussen wijzigingen in het ondernemingsrecht enerzijds en

HOOFDSTUK 1

De Commissie de Wit¹¹ beantwoordde deze vraag bevestigend in haar eerste rapport *Verloren Krediet* over de oorzaken van de crisis in de Nederlandse financiële sector.¹² De Commissie was van oordeel dat toegenomen druk van aandeelhouders op financiële instellingen om meer aandeelhouderswaarde te creëren en het toenemend gebruik van op aandeelhouderswaarde gebaseerde beloningscomponenten voor bestuurders van deze instellingen ertoe hadden geleid dat het systeem van corporate governance op het gebied van risico beheersing bij beursgenoteerde financiële instellingen niet goed had gefunctioneerd. De Commissie signaleerde voorts dat in de tien tot vijftien voorafgaande jaren het ‘Angelsaksische’ model van ondernemingsbestuur waarin “aan de belangen van aandeelhouders een belangrijke, zo niet de belangrijkste waarde [wordt] toegekend” ook in toenemende mate in Nederland in zwang was geraakt.¹³ Volgens de Commissie de Wit hadden al deze ontwikkelingen tot gevolg dat de rendementseisen vanuit de aandeelhouders voor financiële instellingen omhoog gingen en dat financiële instellingen mede vanwege (de dreiging van) aandeelhoudersactivisme onder grotere druk kwamen om deze rendementen te realiseren.¹⁴ De Commissie kwam op dit punt tot de volgende algemene conclusie: “Zo kon er een situatie ontstaan waarin sprake was van opwaartse druk op de rendementen van financiële instellingen die van twee kanten gevoed werd. Aan de ene kant waren beleggers op zoek naar meer rendement en kregen

economische stagnatie in bepaalde westerse landen, waaronder Nederland, anderzijds. Zie P.E. Masouros, *Corporate Law and Economic Stagnation, how shareholder value and short-termism contribute to the decline of the western economies*, diss. Leiden 2012, Den Haag: Eleven International Publishing 2013.

11. Officieel aangeduid als de Tijdelijke onderzoekscommissie financieel stelsel. De commissie was oorspronkelijk ingesteld als een parlementaire onderzoekscommissie. Het onderzoek kreeg een vervolg in de vorm van een parlementaire enquête waarbij de commissie werd omgevormd tot de Parlementaire enquêtecommissie financieel stelsel.
12. Tijdelijke onderzoekscommissie financieel stelsel, *Verloren Krediet*, rapport van 10 juni 2010, *Kamerstukken II* 2009/10, 31 980, nr. 4, p. 72-76.
13. *Ibid*, p. 72.
14. *Ibid*, p. 73-74. In het rapport wordt op deze plaats de volgende verklaring van De Swaan, oud-bestuurder van ABN AMRO, geciteerd: “Als je de macht van de aandeelhouder vergroot, zal de aandeelhouder meer druk uitoefenen om aandeelhouderswaarde te creëren. Als je daar als aandeelhouder geen mogelijkheden toe hebt, zul je die druk niet uitoefenen als aandeelhouder. De governance-systematiek in Nederland leidde ertoe dat de aandeelhouders die druk konden uitoefenen (...) Daardoor zijn met name Angelsaksische aandeelhouders actief geworden binnen financiële instellingen. Zij legden een veel grotere druk op het management om op een relatief korte termijn resultaten te boeken. Dat vertaalde zich vanzelfsprekend ook in de cultuur van de instelling, omdat de leiding van het bedrijf in toenemende mate bereid was om aan die druk van Amerikaanse of Angelsaksische aandeelhouders tegemoet te komen door te eisen dat de winsten op korte termijn snel zouden toenemen. Dat heeft dus inderdaad onvermijdelijk geleid tot een cultuuromslag.”

zij ook instrumenten aangereikt om de onderneming en haar bestuur daar op aan te spreken. Aan de andere kant waren de beloningen van bestuurders, deels in de vorm van aandelen en/of aandelenopties, ook meer in lijn gebracht met de belangen van de aandeelhouders. Bestuurders van financiële instellingen waren daarmee persoonlijk gebaat bij hogere rendementen en resultaten op korte termijn, wat zich zou vertalen in een hogere prijs van het aandeel. Er was dus sprake van gelijkgerichte belangen waardoor de controlerende functie die aandeelhouders ook uit zouden moeten oefenen, bijvoorbeeld als teveel risico wordt genomen, naar de achtergrond verdween, of in ieder geval niet goed heeft gefunctioneerd.”¹⁵

In de hierboven beschreven analyse legde de Commissie de Wit een aantal interessante verbanden. Ten aanzien van de toegenomen druk vanuit aandeelhouders trok de Commissie een rechtstreeks lijn naar de versterking van de zeggenschapsspositie van aandeelhouders in beursvennootschappen die enkele jaren ervoor met onder meer de vaststelling van de eerste Nederlandse Corporate Governance Code in december 2003¹⁶ was bewerkstelligd.¹⁷ In dezelfde periode kregen de wijzigingen Boek 2 BW vorm die op 1 oktober 2004 in het kader van de herziening van de structuurregeling van kracht zijn geworden¹⁸ Met deze wijzigingen werden enkele nieuwe bevoegdheden voor aandeelhouders geïntroduceerd, zoals het goedkeuringsrecht voor bepaalde ingrijpende bestuursbesluiten (artikel 2:107a BW)¹⁹ en het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW),²⁰ waardoor de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen de organen in (beurs)vennootschappen op belangrijke punten was aangepast. De Commissie wijst ook expliciet op het fenomeen van activistische aandeelhouders als een verklarende factor voor de toegenomen oriëntatie op aandeelhouders. Dit verband kan zowel in anticiperende zin (het effect dat van de dreiging van aandeelhoudersactivisme uitgaat) als in repressieve zin (daadwerkelijke voorvallen van aandeelhoudersactivisme zoals bij ABN AMRO) worden gelegd. Tot slot wijst de Commissie ook nog op een ontwikkeling die moeilijker te kwantificeren is: het ‘in zwang raken’ van bepaalde ideeën over aandeelhouders en aandeelhouderswaarde.

15. Ibid, p. 75.

16. Commissie Corporate Governance, *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practices bepalingen*, 9 december 2003, *Stcr.* 27 december 2004, nr. 250, p. 35 e.v., tevens te raadplegen via <<http://www.corpgov.nl>>.

17. Rapport Verloren Krediet, *Kamerstukken II* 2009/10, 31 980, nr. 4, p. 72-73.

18. Wet aanpassing structuurregeling van 9 juli 2004, *Stb.* 2004, 370, in werking getreden op 1 oktober 2004, *Stb.* 2004, 405.

19. Hierover A.G.H. Klaassen, ‘Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief’, *Ondernemingsrecht* 2008, 171.

20. Zie F.G.K. Overkleef, ‘Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning’, *Ondernemingsrecht* 2009, 167.

HOOFDSTUK 1

De door de Commissie de Wit aangehaalde factoren zijn stuk voor stuk belangrijke ontwikkelingen. Zij hebben alle betrekking op een versterking van de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, zowel in formele zin via een uitbreiding van de wettelijke bevoegdheden van aandeelhouders als in materiële zin via een toegenomen oriëntatie op aandeelhouderswaarde en aandeelhoudersbelangen in het krachtenveld van corporate governance bij beursvennootschappen. Bij nadere beschouwing blijken deze ontwikkelingen grotendeels terug te voeren te zijn op een periode van slechts vijf jaar tussen grofweg 1999 en 2004. Het gaat te ver om te stellen dat zich in deze periode een absolute paradigma-wisseling²¹ heeft voltrokken, maar er is in ieder geval veel gebeurd in die tijd.

Een gedetailleerde studie over de wijzigingen in het ondernemingsrecht met betrekking tot de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in de periode tot 2004 was eerder nog niet beschikbaar.²² De meeste handboeken en artikelen wijden slechts een paar zinnen aan deze periode. Deze passages gaan dikwijls uit van een sterk vereenvoudigde voorstelling van oorzaken en gevolgen en laten veel vragen over het hoe, wat en waarom onbeantwoord. Zo volstaat het handboek van Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme met de volgende weergave van de discussie: “*In Nederland is in het kader van het corporate governance-debat veel aandacht besteed aan de wenselijk geachte versterking van de positie van kapitaalverschaffers. Dit heeft geleid tot de Wet van 9 juli 2004 tot aanpassing van de structuurregeling (Stb. 2004, 370; Kamerstuknr. 28 179) die ook voorziet in nieuwe rechten van kapitaalverschaffers van beursvennootschappen.*”²³ In deze weergave wordt in het geheel niet duidelijk gemaakt waarom het wenselijk werd geacht om de positie van aandeelhouders te versterken.²⁴ Ook wekt de verwijzing naar de wetwijzigingen in het kader van de aanpassing van de structuurregeling uit 2004 de indruk dat deze

21. De klassieke uitwerking van het begrip “*paradigm shift*” is te vinden in T.S. Kuhn, *The Structure of Scientific Revolutions*, 3rd revised edition (1^e druk 1962), Chicago: University of Chicago Press 1991. Kuhn beschreef hierin het proces waarin een set wetenschappelijke uitgangspunten, aannames en opvattingen zich ontwikkelt tot de ‘*dominant paradigm*’ in het betreffende wetenschapsgebied; een basis waarop verder wetenschappelijk voortbouwt. Pas wanneer er zich een ‘*crisis*’ zou voordoen ten aanzien van het dominante paradigma, zou een ‘*paradigm shift*’ kunnen plaatsvinden.
22. De meest uitgebreide beschouwing over de ontwikkeling van de aandeelhouderspositie in de eerste tien jaar van de 21^{ste} eeuw is van de hand van Assink. Zie B.F. Assink, ‘Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur’ in B.F. Assink & D.A.M. H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, preadviezen Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2009, p. 17-51.
23. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 28.
24. Elders wordt wel een beknopte feitelijke beschrijving van het fenomeen aandeelhoudersactivisme gegeven. Zie *ibid* nr. 18.

wijzigingen een *direct* gevolg zijn van ‘aandacht’ in het ‘corporate governance-debat’ en dat deze wijzigingen ook het *enige* gevolg zijn geweest van dit debat. Dit is een wel heel vereenvoudigde weergave van de dynamiek en het krachtenveld waarin de wetwijzigingen in 2004 tot stand zijn gekomen.

Een ander voorbeeld is te vinden in een artikel van de econoom Schenk: “*In 1999 kondigde de OECD aan [in de OECD Principles of Corporate Governance,²⁵ FO] dat ondernemingen zich vooral en in de eerste plaats moesten laten leiden door de belangen van de aandeelhouders. Het aandeelhouderskapitalisme had daarmee officiële status gekregen. In Europa bereidde dit de weg voor de totstandkoming van de reeds genoemde overnamerichtlijn.*”²⁶ Schenk legt hier een wel heel direct verband tussen de stellingname van de OECD in de OECD Principles enerzijds en de (uiteindelijke) Overnamerichtlijn²⁷ anderzijds. Het is de vraag wat het daadwerkelijke effect van de OECD Principles is geweest en in hoeverre deze aanbevelingen dermate rechtstreeks hebben doorgewerkt in de beraadslaging en besluitvorming over de Overnamerichtlijn zoals in bovenstaande passage wordt gesuggereerd.

Een laatste voorbeeld is het volgende citaat van Schilfgaarde: “*Sinds het Forumbank-arrest van 1955 speelt die autonomie in het Nederlandse vennootschapsrecht een belangrijke rol. Aanvankelijk om het ‘institutionele’ karakter van de vennootschap te benadrukken en om het bestuur een handvat te geven om het ‘vennootschapsbelang’ te verdedigen tegenover de op eigen belang gerichte aandeelhouders. Later, in de dagen van de opkomende medezeggenschap, om bij die verdediging ook te betrekken het belang van de onderneming en de daarbij betrokken personen, met of zonder duidelijk begrip van wat dat allemaal inhoudt. In de jaren negentig is in dat verband de term ‘stakeholders model’ in zwang gekomen. Een zekere kentering is ingetreden tegen het einde van de jaren negentig. Onder de invloed van het Anglo-Amerikaanse denken en de neo-liberale opvattingen van de toen nog invloedrijke VVD, heeft de gedachte postgevat dat de aandeelhouders meer te zeggen moesten krijgen.*”²⁸ Dit is een kernachtige samenvatting van meer dan veertig jaar rechtsontwikkeling waar inhoudelijk gezien weinig op aan te merken valt. Toch gaat achter deze paar zinnen, in het bijzonder de laatste zin waarin Van Schilfgaarde de verandering in

25. *OECD Principles of Corporate Governance* (1999). Bron: <<http://www.oecd.org>>. In 2004 is een herziene versie van deze Principles verschenen.

26. H. Schenk, ‘Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?’, *O&F* 2010, p. 64.

27. Richtlijn 2004/25 EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEU* L 142/12-23.

28. P. van Schilfgaarde, ‘De Hoge Raad, ABN AMRO en LaSalle: de uitspraak van de ondernemingskamer en de vernietiging door de Hoge Raad’, *NJB* 2007, 1633, p. 1952.

HOOFDSTUK 1

opvattingen over de positie van aandeelhouders toeschrijft aan ‘Anglo-Amerikaans denken’ en ‘neo-liberale opvattingen’, een meer complex en grilliger verloop van gebeurtenissen en omstandigheden schuilen. Door deze ontwikkelingen meer diepgaand te beschrijven en analyseren, kan een rijker en meer genuanceerd beeld van deze recente geschiedenis worden geschetst. Zo kan de door Van Schilfgaarde gegeven samenvatting van een bredere onderbouwing worden voorzien. Dat is wat met dit proefschrift is beoogd.

1.2 Onderzoeksvraag en doel van het onderzoek

Aan juridische proefschriften die direct of indirect betrekking hebben op aandeelhouders in beursvennootschappen heeft het ons de afgelopen jaren bepaald niet ontbroken.²⁹ Waarom dan nóg een onderzoek over dit onderwerp? Het antwoord op deze vraag is kort: de enkele constatering dat de maatschappelijke perceptie van het verschijnsel aandeelhouders in beursvennootschappen aan aanzienlijke schommelingen onderhevig is geweest rechtvaardigt nader onderzoek naar de oorzaken van die schommelingen. Dat deze ontwikkelingen zich in een (zeer) korte tijd hebben voorgedaan impliceert ook een zekere mate van tijdgebondenheid van onderzoek over aandeelhouders in beursvennootschappen. Zoals ik in de hiernavolgende hoofdstukken uiteen zal zetten is de stand van zaken over dit onderwerp anno 2017 wezenlijk anders dan die van bijvoorbeeld vijf jaar geleden. De rechtsontwikkeling is nog volop in beweging. Er is dus voldoende ruimte voor nieuw onderzoek om met betrekking tot deze ontwikkeling een tussenbalans op te maken.

29. Zie bijvoorbeeld (in chronologische volgorde) A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, diss. Groningen 2007, IVO-reeks nr. 60, Deventer: Kluwer 2007, A. van der Krans, *De virtuele aandeelhoudersvergadering*, diss. Utrecht 2009, IVO-reeks nr. 64, Deventer: Kluwer 2009, B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, diss. Nijmegen 2010, Van der Heijden-reeks nr. 103, Deventer: Kluwer 2010, J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen*, diss. UvA 2010, IVO-reeks nr. 74, Deventer: Kluwer 2010, P.A. van der Schee, *Regulation of issuers and investor protection in the U.S. and the EU*, diss. Tilburg 2011, CCL-reeks, Den Haag: Boom juridische uitgevers 2011, M.C. Schouten, *The decoupling of voting and economic ownership*, diss. UvA 2012, IVO-reeks nr. 88, Deventer: Kluwer 2012, A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, diss. Leiden 2012, IVO-reeks nr. 91, Deventer: Kluwer 2012, G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, diss. Rotterdam 2013, IVO-reeks nr. 92, Deventer: Kluwer 2013, J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas: de beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief*, diss. Rotterdam 2014, IVO-reeks nr. 94, Deventer: Kluwer 2014. en B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering*, diss. Maastricht 2015, Van der Heijden-reeks nr. 129, Deventer: Kluwer 2015.

Het woord ‘tussenbalans’ is bewust gekozen: de hierboven gesignaleerde tijdgebondenheid geldt noodzakelijkerwijs ook voor deze studie. De rechtsontwikkeling over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, in het bijzonder wat betreft hun (rechts)verhouding tot de vennootschap, het bestuur en de raad van commissarissen, zal door blijven gaan. Tijden en omstandigheden zullen ook in de toekomst veranderen op een wijze die thans nog niet voorzienbaar is. Ook de weerslag die deze veranderingen op het recht zullen hebben, of het nu via wetgeving of rechtspraak is, is niet op voorhand te voorspellen. Tegen deze achtergrond is het weinig zinvol om de lijn aan juridische ontwikkelingen en trends uit het verleden naar de toekomst toe te extrapoleren om hiermee aan te duiden hoe de rechtsontwikkeling in de toekomst zal lopen of zou moeten lopen. Dat de toekomst zich in één rechte lijn geredeneerd vanuit het verleden laat kennen, is niet onwaarschijnlijk.

Mijn kritische kanttekening is vooral gericht tegen de in de rechtswetenschap voorkomende opvatting waarin de actualiteit wordt gezien als iets wat afleidt van een zuivere en wetenschappelijk verantwoorde rechtsontwikkeling en dus als iets waaraan een wetenschapper per definitie voorbij kan gaan. Zo schreef Hopt, een sleutelfiguur in de versnelde ontwikkeling van het Europees ondernemingsrecht vanaf de eeuwwisseling, begin 2010 het volgende: *“The financial market crisis has opened a new era, not only of financial law, but more generally of rule-making. The problem is twofold: to find adequate rules, including European company law rules, for crisis situations, and to have them confined to these exceptional situations. From case law, we know that “hard cases make bad law.” This is also a danger for the present-day crisis legislation in all our member states. True, the state must intervene in such crises, but it must also step back when the crisis is over. There is a real danger that the progress we have made in curtailing golden shares, subsidies, protectionist measures, and other ways and means not compatible with the internal market may stay on. But sooner or later, the economy will recover and the market will continue to be the better regulator than the state. For normal times, we need less state and more market, and in the market we need less entrenchment of management and less tunnelling by controlling shareholders. The role of the company law academia and practice is not to forget this and to work together with the national and European legislators on the future of European company law.”*³⁰ Waar Hopt hier waarschuwt voor een reëel en terecht risico (doorschietende crisiswetgeving), miskent hij tegelijkertijd de mogelijkheid dat de financiële crisis wel

30. K.J. Hopt, ‘The European Company Law Action Plan Revisited: an Introduction’, ECGI Working Paper Series in Law No. 140/2010, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>, p. 16-17.

HOOFDSTUK 1

eens een *game changer* zou kunnen zijn. Blijkens dit citaat beschouwt Hopt de financiële crisis als iets tijdelijks, een tijdelijke buitengewone situatie (“*exceptional situations*”) die vroeger of later over zal gaan, waarna we zullen terugkeren naar de “*normal times*”. Zijn aansporing aan “*company law academia and practice*” om dit toch vooral niet te vergeten mag getuigen van een standvastig en consequent standpunt, maar zij komt mij wetenschappelijk gezien in het licht van de veranderde omstandigheden onverantwoord voor: van de beloofde “*normal times*” op het gebied van het ondernemingsrecht is immers nog altijd geen sprake.³¹ Met het doen van dergelijke stellige beweringen over toekomstige ontwikkelingen zou mijn inziens dus met de nodige terughoudendheid moeten worden omgegaan.

Deze dissertatie ziet op de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Centraal staat de vraag welke veranderingen deze positie in de periode tussen 1999 en 2004 heeft doorgemaakt. Daartoe wordt tevens onderzocht wat de drijvende krachten van – en beweegredenen voor deze veranderingen waren, hoe deze veranderingen zich verhielden tot relevante ontwikkelingen op politiek, economisch en maatschappelijk gebied, welke rechtspolitieke keuzes in verband daarmee op nationaal en Europees niveau zijn gemaakt en waardoor deze keuzes telkens waren ingegeven. Het doel van dit onderzoek is om alle relevante ontwikkelingen op een deugdelijke wijze en in de juiste onderlinge samenhang in kaart te brengen om zo te komen tot een afgewogen weergave en verklaring van de veranderingen die zich in de relevante periode voor de positie van beursaandeelhouders hebben voorgedaan. Met andere woorden: inzichtelijk maken wat er is gebeurd en waarom het is gebeurd.

In dit onderzoek nemen de ontwikkelingen in de rechtswetenschap en rechtspraktijk een belangrijke plaats in. Als zodanig komen de relevante ontwikkelingen in wetgeving en jurisprudentie uiteraard aan bod. Daarnaast is in dit onderzoek veel aandacht besteed aan rechtspolitiek. Zowel op Europees- als ook op nationaal niveau hebben juristen afkomstig uit wetenschap en praktijk aan het begin van de 21^{ste} eeuw via verschillende gremia wezenlijke bijdragen geleverd aan de intellectuele ‘business case’ voor het versterken van de positie

31. Dit nog daargelaten dat vanwege verschillende ontwikkelingen ook buiten het ondernemingsrecht bepaald geen sprake is van ‘normal times’. Zie §8.2 hierna.

van aandeelhouders in beursvennootschappen. Te denken valt onder meer aan de High Level Group of Company Law Experts (2001-2002)³² op Europees niveau en de SER-Commissie Structuurregeling (2000-2001)³³ en de Commissie Tabaksblat (2002-2003) op nationaal niveau.

Voor een goed begrip van wat er zich in de betreffende periode heeft afgespeeld kan niet worden volstaan met enkel het weergeven van de rechtsontwikkeling. Zo biedt het recht geen verklaring voor het feit dat 74 van de honderd grootste Nederlandse beursondernemingen in hun jaarverslagen over 2006 melding maakten van een op aandeelhouderswaarde gerichte oriëntatie, terwijl in 1992 dit aantal nog 13 van de honderd bedroeg.³⁴ Dergelijke ontwikkelingen kunnen alleen maar worden verklaard aan de hand van een beschrijving en analyse van gebeurtenissen en ideeën. De gebeurtenissen die in het onderzoek voorkomen hebben vooral betrekking op economische, politieke en maatschappelijke ontwikkelingen. Zij geven de feitelijke context waarin de versterking van de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen zich heeft afgespeeld. Bij de beschrijving en analyse van ideeën gaat het in het bijzonder om inzichten en concepten over de positie van aandeelhouders die waren ontleend aan de rechtseconomie – in hoofdzaak afkomstig uit de Amerikaanse wetenschappelijke stromingen van *law & economics* en *law & finance*. Een deel van de argumenten die destijds in het wetenschappelijk en politiek debat over de wenselijkheid van een versterking van de aandeelhouderspositie naar voren zijn gebracht is direct dan wel indirect op dergelijke rechtseconomische redeneringen, concepten of argumenten terug te voeren. Naast verkapte wetenschappelijke ideeën zijn ook andere ideeën zoals politieke opvattingen en ervaringslessen relevant. Een belangrijk deel van dit onderzoek vormt daarom in feite een ideeëngeschiedenis.

-
32. De High Level Group of Company Law Experts was ingesteld door de Europese Commissie in september 2001 en was verantwoordelijk voor de rapporten over *Issues Related to Takeover Bids* van 10 januari 2002 en *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* van 4 november 2002 (te raadplegen op <http://ec.europa.eu/internal_market/company>).
 33. Deze commissie was verantwoordelijk voor het SER-advies *Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling* van 19 januari 2001 (te raadplegen op <<http://www.ser.nl>>).
 34. P.J. Bezemer, *Diffusion of Corporate Governance Beliefs: Board Independence and the Emergence of a Shareholder Value Orientation in the Netherlands*, diss. Rotterdam 2010, Rotterdam: ERIM PhD Series in Research in Management 2010, p. 125.

1.3 Verantwoording onderzoeksmethode

Dit is een juridisch proefschrift. Als zodanig is het onderzoek in de hoofdzaak gericht op de beschrijving en analyse van ontwikkelingen in het positieve recht. De hoofdmoot van de gebruikte bronnen bestaat dan ook uit juridische literatuur, jurisprudentie en parlementaire geschiedenis bij relevante wet- en regelgeving. Ik wijk op punten evenwel af van de standaard-juridische onderzoeksmethode van literatuur- en jurisprudentieonderzoek. Dit werkt door in de selectie van relevante bronnen en in het perspectief waarin de beschreven juridische ontwikkelingen worden geplaatst. Deze afwijkingen zijn ingegeven door de doelstelling om niet alleen de ontwikkelingen in het juridisch kader zelf in het onderzoek te betrekken, maar ook aan de hand van buiten het juridisch kader gelegen factoren (de al genoemde gebeurtenissen en ideeën) te onderzoeken *waarom* deze ontwikkelingen hebben plaatsgevonden.

Om te kunnen analyseren waarom de rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht is gelopen zoals hij is gelopen, is het van belang om de beïnvloeding van het juridisch kader door factoren van buitenaf zoals politieke, economische en maatschappelijke ontwikkelingen in kaart te brengen. Daarbij hanteer ik voor de beschrijving een onderverdeling van ontwikkelingen en gebeurtenissen op drie verschillende niveaus, te weten een *juridisch* niveau, een *feitelijk* niveau en tot slot een *normatief* niveau. Ik licht deze onderverdeling hieronder toe.

Het juridisch niveau is het terrein van de klassieke juridische analyse. Veranderingen op dit niveau betreffen in feite de veranderingen in de formele (juridische) positie van aandeelhouders – en van de algemene vergadering van aandeelhouders als orgaan van de vennootschap – ten opzichte van de vennootschap en de overige betrokken organen.³⁵ De ‘formele positie’ dient hier te worden verstaan als het geheel van bevoegdheden, aanspraken en verplichtingen die een aandeelhouder, zowel in zijn individuele hoedanigheid als in collectieve zin als deel uitmakend van het vennootschapsorgaan de algemene vergadering van aandeelhouders, op grond van wet en statuten jegens de vennootschap heeft. Voor zover deze bevoegdheden, aanspraken en verplichtingen nader worden ingevuld door ‘open’ wettelijke normen, in het bijzonder de redelijkheid en billijkheid op grond van artikel 2:8 BW, is ook de wijze waarop deze normen in de rechtspraak zijn geconcretiseerd een relevante factor. Uiteraard mag de reikwijdte van relevante wet- en regelgeving niet worden beperkt tot enkel een nationaal niveau, maar moet ook het relevante gedeelte van de Europese regelgeving bij deze analyse worden betrokken, ook voor zover het om regelgeving gaat die door implementatie van de betreffende bepaling in nationale

35. Dit was het onderwerp van de dissertatie van Klaassen, zie Klaassen 2007.

wetgeving is ‘omgezet’. Of bepalingen uit de Code en andere instrumenten van zelfregulering ook tot de bronnen van ‘formele’ bevoegdheden, aanspraken en verplichtingen moeten worden gerekend is voor discussie vatbaar, maar ik zal deze vraag als vertrekpunt vanuit een juridische analyse benaderen.

Het feitelijk niveau heeft betrekking op waarneembare feiten. Het betreft hier dus niet de formele (juridische) positie, maar de materiële positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Hier gaat het om een beschrijving van de feitelijke ontwikkelingen met betrekking tot aandeelhouders in beursvennootschappen, gebeurtenissen dus. Een voorbeeld van een dergelijke feitelijke ontwikkeling is de verandering in samenstelling van het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen zoals die zich heeft voltrokken. Een ander voorbeeld is het opduiken van het verschijnsel van de ‘moderne’ activistische aandeelhouder – hoofdzakelijk in de gedaante van activistische *hedge funds* en andere activistische vermogensbeheerders – bij verschillende Nederlandse beursvennootschappen in de jaren vanaf 2005. Het gaat hier dus om feitelijk waarneembare- en controleerbare gebeurtenissen zoals deze achteraf kunnen worden vastgesteld.

Aan dit feitelijk niveau komt naast het juridische niveau een zelfstandige betekenis toe: de feitelijke positie komt immers niet altijd overeen met de juridische positie. Ook is er – zeker op het gebied van het ondernemingsrecht – een levendige wisselwerking tussen feitelijke ontwikkelingen en het juridisch bestel: veranderende omstandigheden in de feitelijke constellatie kunnen een aanleiding vormen voor veranderingen op juridisch niveau, bijvoorbeeld via wetswijzigingen of wendingen in de jurisprudentie, terwijl omgekeerd dergelijke veranderingen in het juridisch kader – al dan niet in de beoogde mate en op de beoogde wijze – weer een bepaalde weerslag op de feitelijke omstandigheden zullen hebben. Zo reageren ontwikkelingen op het feitelijk niveau met ontwikkelingen op het juridisch niveau en omgekeerd.

Met het inzichtelijk maken van de wisselwerking tussen het feitelijk niveau en het juridisch niveau is nog niet het gehele krachtenveld weergegeven. Het feitelijke niveau en het juridische niveau reageren niet alleen op elkaar, maar worden beide ook beïnvloed – gezamenlijk dan wel afzonderlijk – door een onderstroom aan (rechts)politieke afwegingen, waarderingen en meningen, kortom: ideeën. Deze onderstroom heeft niet zozeer betrekking op de vraag wat de (formele dan wel materiële) positie van aandeelhouders in beursvennootschappen *is*, maar houdt zich bezig met de vraag wat deze positie *zou moeten zijn*. Deze derde stroom, naast het feitelijk en het juridisch niveau, duid ik hierna aan als het normatief niveau.

HOOFDSTUK 1

Tot het domein van het normatief niveau behoort in de eerste plaats de rechtspolitiek, in deze context begrepen als de uitgangspunten, doelstellingen en prioriteiten zoals die van tijd tot tijd in van overheidswege gevoerd beleid worden vastgelegd en uitgevoerd. Voor wetgeving op nationaal niveau kunnen rechtspolitieke afwegingen een rol spelen zowel binnen het/de voor de betreffende wetgeving verantwoordelijk(e) ministerie(s) als ook bij de parlementaire behandeling ervan. Op Europees niveau spelen rechtspolitieke afwegingen vooral een rol op het niveau van het betreffende Directoraat-Generaal (DG) binnen de Europese Commissie, voor het Europese ondernemingsrecht dus het DG Interne Markt. Van rechtspolitieke afwegingen kan sprake zijn indien een keuze wordt gemaakt tussen twee of meer alternatieven waarbij het juridisch kader neutraal staat tegenover deze keuze, althans niet de doorslag geeft. Het uiteindelijk in wet- en regelgeving verankerde resultaat van een dergelijke keuze behoort tot het juridisch niveau, de drijvende krachten en achterliggende afwegingen behoren in mijn analyse tot het normatief niveau.

Ook relevante opvattingen uit de uitvoeringspraktijk behoren tot dit normatief niveau. Dergelijke opvattingen beïnvloeden immers de opstelling en het handelen van ‘gebruikers’ van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen, zoals bestuurders, aandeelhouders en andere marktpartijen, en kunnen dus van belang zijn voor het duiden van bepaalde feitelijke gebeurtenissen. Hetzelfde geldt voor relevante opvattingen uit politiek of maatschappij: deze kunnen doorwerken in het normatief niveau voor zover zij van invloed zijn op het politiek en maatschappelijk draagvlak voor het functioneren en handelen van beursvennootschappen en de betrokken actoren. Ideologische opvattingen maken ook deel uit van het normatief niveau, maar zoals ik in de hiernavolgende hoofdstukken uiteen zal zetten is het omgekeer niet juist om elke normatieve stelling als ideologische opvatting te kwalificeren. Tot slot kan ook een deel van de inzichten, stellingen en opvattingen afkomstig uit de wetenschap tot het normatief niveau worden gerekend. Wat betreft de rechtswetenschap gaat het niet om de publicaties die het geldend recht weergeven of die beogen een bepaalde rechtsontwikkeling vanuit een juridisch perspectief te duiden. Deze horen eerder thuis in het juridisch niveau. Wanneer stelling wordt genomen over wat een wetgever of rechter zou moeten doen of laten kan de betreffende opvatting wel op het normatief niveau worden geplaatst.

Anders dan bij het juridisch en het feitelijk niveau zijn de inhoud, reikwijdte en invloed van ontwikkelingen op het normatief niveau niet objectief vast te stellen, maar zijn zij alleen via een subjectieve benadering en waardering te identificeren. Opvattingen over wat de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen zou moeten zijn, zijn per definitie subjectief, of het nu gaat om standpunten van politici, aanbevelingen van wetenschappers of druk vanuit ‘de

markt'. Bovendien is de exacte invloed van een mening, opvatting of idee niet te meten, zeker niet wanneer dit achteraf gebeurt. Ook is inherent aan het normatief niveau dat er altijd verschillende en onderling tegengestelde opvattingen naast elkaar bestaan. Zou het feitelijk niveau worden vergeleken met een nieuwsoverzicht in een krant, dan is het normatief niveau te vergelijken met de opiniepagina's en de ingezonden brieven. Hier komt bij dat niet is vast te stellen – anders dan via subjectieve observaties over 'algemeen aanvaarde opvattingen' of een 'heersende leer' – hoe die verschillende opvattingen zich in rangorde en gewicht tot elkaar verhouden. Dit is een belangrijke beperking in de wetenschappelijke bruikbaarheid van observaties die betrekking hebben op het hiervoor geschetste normatief niveau. Toch zijn dergelijke observaties instructief en in voorkomende gevallen zelfs noodzakelijk om veranderingen in het juridisch kader en in de feitelijke werkelijkheid op een juiste wijze te kunnen duiden.

De bruikbaarheid van normatieve observaties kan worden geïllustreerd aan de hand van een voorbeeld over het afbouwen van een beschermingsconstructie bij ABN AMRO. Zoals bij vele beursvennootschappen had ABN AMRO tot aan het begin van de 21^{ste} eeuw een permanente beschermingsconstructie in de vorm van een oligarchische regeling. In het geval van ABN AMRO bestond deze regeling in een aparte klasse financieringspreferente aandelen die door een stichting werden beheerd en waarmee de stichting 50% van de stemrechten op alle uitstaande aandelen (tegen een kapitaalbelang van 1,3%) kon uitoefenen. Juridisch gezien was deze regeling mogelijk op grond van de wet en de statuten van ABN AMRO. Normatief gezien was dit ook lange tijd geen probleem; het gebruik van dergelijke oligarchische regelingen als permanente beschermingsconstructie voor beursvennootschappen was in Nederland een algemeen aanvaarde praktijk. Dit normatieve uitgangspunt begon eind jaren '80 echter te kantelen (zie Hoofdstuk 3) en eind jaren '90 was inmiddels de tegenovergestelde opvatting in zwang geraakt: het gebruik van beschermingsconstructies had een drukkend effect op de koersen van de Nederlandse beursvennootschappen en moest worden teruggedrongen.

Juridisch gezien was het gebruik van financieringspreferente aandelen als beschermingsconstructie ook op dat moment nog steeds mogelijk. Hetzelfde gold voor certificering van alle aandelen zonder verplichting tot verlening van stemvolmachten in vredeestijd – artikel 2:118a BW zou pas vier jaar later van kracht worden. De normatieve opvatting over beschermingsconstructies was echter veranderd. Dit leidde destijds tot de feitelijke gebeurtenis dat de stichting die de financieringspreferente aandelen in ABN AMRO

HOOFDSTUK 1

hield in 1999 vrijwillig besloot om het stemrecht op de financieringspreferente aandelen terug te (laten) brengen tot het kapitaalbelang van 1,3%.³⁶ Weer enkele jaren later was de opvatting over permanente beschermingsconstructies door veranderde omstandigheden gewijzigd. Het afbouwen van de beschermingsconstructie ABN AMRO werd juist betreurd omdat hiermee de deur voor activistische aandeelhouders opengezet zou zijn met als uiteindelijk gevolg de overname en opsplitsing van ABN AMRO in 2007.

Ook daarmee was de discussie over beschermingsconstructies bij ABN AMRO nog niet ten einde. Bij de al genoemde nationalisatie van de Nederlandse activiteiten van Fortis in het najaar van 2008 werden ook de Nederlandse activiteiten van ABN AMRO genationaliseerd. Enkele jaren later maakte het Ministerie van Financiën bekend voornemens te zijn om deze ondernemingen gezamenlijk in de vorm van een ‘nieuw’ ABN AMRO naar de beurs te brengen. De discussie in de aanloop naar deze beursgang spitste zich niet toe op de vraag *of* bij ABN AMRO nog voorafgaand aan de beursgang een beschermingsconstructie zou worden opgetuigd, maar op de vraag *welke* beschermingsconstructies dat zouden zijn en hoe deze vormgegeven zouden worden.³⁷

In dit voorbeeld is de normatieve opvatting over het gebruik van permanente beschermingsconstructies in een tijdsbestek van twintig jaar dus twee keer gewisseld, de tweede keer in reactie op feitelijke gebeurtenissen (de overname van ABN AMRO, de financiële crisis) en de eerste keer hoofdzakelijk in reactie op veranderende opvattingen in de markt en de praktijk. De juridische wijzigingen die zich in deze periode hebben voorgedaan (de invoering van artikel 2:118a BW in 2004 en de presentatie van de eerste Code met daarin de aanbeveling tot afschaffing van certificering in 2003) zijn terug te voeren op de eerste normatieve wending uit de jaren '90. De tweede normatieve wending heeft daarentegen geen weerslag in het juridisch kader gevonden. Iemand die de positie van aandeelhouders enkel vanuit juridisch perspectief bekijkt zou deze ontwikkeling dus wellicht kunnen missen. Voor iemand die naast het juridisch kader ook de feitelijke gebeurtenissen

36. Het afbouwen van het stemrecht op de financieringspreferente aandelen in ABN AMRO en de voorgeschiedenis ervan is destijds beschreven in een column van Paul Frentrop in *FEM/De Week*. Zie ‘De stille revolutie bij ABN AMRO’, in P.M.L. Frentrop, *Corporate en andere Governance*, Amsterdam: Bert Bakker 2000, p. 175-176.

37. Zie voor een overzicht van deze discussie J.M. de Jongh, ‘Privatisering, bescherming en algemeen belang’, *WPNR* 2015 (7048), p. 118-124 met verwijzingen naar de voornemens vanuit het Ministerie van Financiën en naar overige voorstellen die in reactie hierop in de literatuur zijn gedaan.

onderzoekt is de tweede wending te duiden als een oorzaak=gevolg gebeurtenis, maar dit geldt niet voor de eerste wending. Zonder de normatieve context is het 'blote' feit dat ABN AMRO aan het begin van de 21^{ste} eeuw besloot tot afbouw van haar beschermingsconstructies niet te verklaren: hiervoor was immers geen rechtstreekse aanleiding in het juridisch- en/of feitelijk kader, dus een oorzaak=gevolg redenering gaat in dit kader niet op. Alleen wanneer de indertijd heersende opvattingen, sentimenten en standpunten over decertificering in de analyse worden betrokken, kan een volledig beeld van de ontwikkelingen op het onderwerp van beschermingsconstructies worden geschetst.

De hierboven geschetste onderverdeling van ontwikkelingen in een juridisch, feitelijk en normatief niveau is niet bedoeld als rigide standaard voor de inrichting van dit onderzoek. Zij is geen doel op zich, maar is dienstbaar aan de primaire doelstelling van dit onderzoek om alle relevante ontwikkelingen over de positie van aandeelhouders in kaart te brengen. Om ontwikkelingen uit het verleden goed te kunnen duiden, is het noodzakelijk om de verschillende oorzaken en gevolgen te identificeren en vast te stellen welke gevolgen bij welke oorzaken horen. Het veronderstellen van een normatief niveau biedt een handvat om ook de invloed van veranderende ideeën in de analyse van oorzaken en gevolgen te betrekken. Zo ontstaat een vollediger, genuanceerder en kleurrijker beeld van de context waarin de rechtsontwikkeling zich heeft voorgedaan.

In de wetenschappelijke literatuur op het gebied van ondernemingsrecht komen in de regel alle drie de dimensies (juridisch, feitelijk en normatief) terug, maar niet als afzonderlijk benoemd of van elkaar onderscheiden. Aan de uitersten van het spectrum bevinden zich wetenschappelijke artikelen die hetzij geheel op het juridische niveau zijn gericht hetzij geheel uitgaan van een feitelijk-normatieve analyse. In de eerste categorie vallen juridische verhandelingen, gebaseerd op enkel juridische bronnen, die alle feiten en opvattingen 'importeren' naar een juridisch kader.³⁸ Door bijvoorbeeld het grillige en aan vele krachten onderhevige wetgevingsproces te abstraheren tot 'de wetgever' waaraan dan weer bepaalde opvattingen toegerekend kunnen worden, kan worden bewerkstelligd dat de argumentatie en analyse juridisch-dogmatisch zuiver gehouden kunnen worden. Deze benadering kan er evenwel in resulteren dat de werkelijke complexiteit en weerbarstigheid van de materie onvoldoende tot uitdrukking komt. Ook bestaat het gevaar voor verhullende argumentaties waarin arbitraire keuzes of feitelijke toevalligheden vanuit een juridisch-dogmatisch perspectief worden gepresenteerd als logische en onvermijdelijke ontwikkelingen.

38. Zie voor een voorbeeld H.E. Boschma & J.N. Schutte-Veenstra, 'De tanden van het vennootschapsrecht; een eerste verkenning van het sanctie-arsenaal', *RM Themis* 2012, p. 51-73.

HOOFDSTUK 1

Dit laatste is treffend verwoord door Vranken: *“Wat opvalt, is dat ondanks (...) aanzetten tot verbreding van het interpretatiekader, de benadering in het recht nog steeds overwegend juridisch-dogmatisch is. Daarmee bedoel ik dat argumenten vooral ontleend worden aan de interpretatie van regels, beginselen, precedenten en leerstukken, die verondersteld worden een samenhangend geheel te vormen. Hierbij worden rechtspolitieke keuzen vaak als interpretatie vermomd en is de feitelijke grondslag van veel argumenten meer intuïtief dan empirisch.”*³⁹ Vranken benadrukt tegelijkertijd dat goed juridisch-dogmatisch onderzoek van grote waarde kan zijn. In dit verband merkt hij het volgende op: *“Voor vernieuwend onderzoek is niet nodig dat het multidisciplinair is. Daarom moet de rechtswetenschap dit werk als een heel belangrijk onderdeel van haar taak blijven beschouwen. Wetgeving en rechtspraak zouden zonder haar hulp niet kunnen functioneren zoals zij doen.”*⁴⁰

Aan het andere uiterste van het spectrum bevinden zich de wetenschappelijke onderzoeken waarin geheel wordt uitgegaan van normatieve stellingen en observaties, al dan niet getoetst op feitelijk niveau met behulp van empirisch onderzoek, waarbij het juridisch kader slechts als onderdeel van een feitencomplex in de analyse wordt betrokken. In dergelijke onderzoeken wordt juist het juridisch kader geabstraheerd tot een kale, gesimplificeerde en modelmatige weergave van regels zonder acht te slaan op de werking van de onderliggende normen en het eigen karakter van recht en rechtsregels.⁴¹ Dit verschijnsel doet zich met name voor wanneer wetenschappers uit andere vakgebieden, zoals bestuurskundigen, economen, organisatiewetenschappers en gedragspsychologen, hun onderzoek (mede) richten op juridische aangelegenheden. Ook veel multidisciplinair onderzoek en onderzoek uit de verschillende ‘law & ...’ stromingen gaat, al dan niet noodgedwongen, uit van een sterk vereenvoudigde weergave van het relevante juridisch kader.

Het merendeel van het voor het ondernemingsrecht relevante wetenschappelijk onderzoek bevindt zich ergens tussen de twee hierboven beschreven uitersten en bevat dus in wezen een mix van recht, praktijk en opvattingen. Wanneer juridische bronnen en argumentatie in de juiste mate en op de juiste wijze zijn

39. Asser/Vranken ***, *Algemeen Deel (vervolg)*, Deventer: Kluwer 2005, nr. 147.

40. Ibid.

41. Een voorbeeld hiervan is A. de Jong, D.V. DeJong, G. Mertens & C.E. Wasley, ‘The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence and Implications from the Netherlands’, working paper van 9 januari 2004 (1e versie oktober 1999), bron: <<http://www.ssm.com>>.

afgestemd op inzichten uit de theorie (normatief) en praktijk (feitelijk) kan dit in gedegen en nuttig fundamenteel onderzoek resulteren.⁴² Het is dus de kunst om zowel in brongebruik als ook in methode de juiste balans te vinden.

Voor de duidelijkheid merk ik nog op dat dit proefschrift niet is bedoeld als rechtseconomisch onderzoek. Weliswaar is een apart hoofdstuk gewijd aan de ontwikkeling van het aandeelhoudersgeoriënteerd model van corporate governance binnen de economische wetenschap in het algemeen en binnen de verwante stroming van ‘*law & economics*’ in het bijzonder, maar dit gedeelte van het onderzoek ziet louter op een stuk ideeëngeschiedenis en dus niet op een rechtseconomische analyse van het onderwerp.⁴³

Zou men de verschillende niveaus afzonderlijk willen onderzoeken, dan zou voor het beschrijven en analyseren van ontwikkelingen op juridisch niveau de juridisch-dogmatische onderzoeksmethode gehanteerd moeten worden, voor de ontwikkelingen op feitelijk niveau een empirische onderzoeksmethode (data-verzameling en statistische analyse) en voor ontwikkelingen op normatief niveau een kwalitatieve onderzoeksmethode (bijvoorbeeld enquêtes of opiniepeilingen). Het is ondoenlijk, zo niet onmogelijk om al deze typen onderzoeksmethoden op een zinvolle en behapbare wijze te integreren, laat staan om de verschillende methoden als gelijke grootheden toe te passen. Om toch het bredere perspectief van feitelijke en normatieve ontwikkelingen te kunnen hanteren, hanteer ik daarom een eigen onderzoeksmethode.⁴⁴

-
42. Een geslaagd voorbeeld is de dissertatie van Vermeulen. Zie E.P.M. Vermeulen, *The Evolution of Legal Business Forms in Europe and the United States: venture capital, joint venture and partnership structures*, diss. Tilburg 2002, Deventer: Kluwer Law International 2003. Een goed voorbeeld van nuttige praktijkwetenschap zijn de bijdragen van Kaemingk, geschreven vanuit zijn eigen kennis en ervaring als advocaat in de private equity-markt. Zie bijvoorbeeld H.L. Kaemingk, ‘Aandeelhouderswaarde als ondernemingsstrategie?’, in P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie Onderneming en Recht nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 477-512.
43. Recente voorbeelden van onderzoek waarin een soortgelijke benadering is gehanteerd zijn Hijink 2010, p. 337-342 en De Jongh 2014, p. 384-423. Een ander voorbeeld is de dissertatie van Van Ginneken. Zie M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames*, diss. UvA 2010, IVO-reeks nr. 74, Deventer: Kluwer 2010, p. 359-408. Een voorbeeld van zuiver rechtseconomisch onderzoek is A.M. Paces, *Featuring Control Power: Corporate Law and Economics Revisited*, diss. Rotterdam 2008, Rotterdam: RILE 2008. Zie voor een kritische noot bij het gebruik van rechtseconomische concepten, inzichten en uitgangspunten in juridische wetenschappelijke verhandelingen L. Timmerman, ‘Rechtsvinding in een gelaagd en door crisissen geplaagd ondernemingsrecht’, in L. Timmerman et al. (reds.), *Ondernemingsrecht in tijden van crisis*, IVO-reeks nr. 96, Deventer: Kluwer 2013, p. 135-146.
44. Ik voel mij hierin aangemoedigd door de opmerking van Kuhn dat “*paradigms are not corrigible by normal science*” (Kuhn 1962, p. 122). Een meer radicale aansporing voor een zekere anarchie in methodologie is P.K. Feyerabend, *Against Method*, London: Verso Editions 1978 (1^e druk 1975). Zie voor een meer bescheiden pleidooi gericht op de rechtswetenschap Asser/Vranken 2005, nrs. 149-151.

HOOFDSTUK 1

Deze eigen methode is geënt op de klassieke juridisch-dogmatische methode, maar heeft in aanvulling hierop drie bijzondere aandachtspunten. Ten eerste betrek ik naast juridische bronnen ook nadrukkelijk niet-juridische bronnen in mijn onderzoek, een en ander met het oogmerk om de ontwikkelingen op juridisch niveau in een bredere context van feitelijke en normatieve ontwikkelingen te kunnen plaatsen. Voorbeelden van dergelijke niet-juridische bronnen zijn economische wetenschappelijke artikelen en bedrijfsgeschiedenissen, maar ook krantenartikelen, politieke biografieën en opiniestukken. Ik ga daarbij zoveel mogelijk uit van contemporaine bronnen. Het is bij schrijvers immers een bekend fenomeen dat de weergave van hun vroege ideeën in latere geschriften gekleurd kan zijn door latere ervaringen en inzichten. Bij het gebruik van bronnen in de normatieve sfeer ligt het accent op het plaatsen van elke bron in de juiste context van plaats en tijd. Dit is essentieel voor het op juiste wijze kunnen duiden van veranderende opvattingen. Hierbij kunnen naast de primaire bronnen zelf (wetenschappelijke boeken of artikelen) ook secundaire bronnen van belang zijn, waaronder ook populairwetenschappelijke boeken of artikelen. Ook hierbij ligt de focus op het plaatsen en duiden van de contemporaine bronnen en dus niet op het recyclen van interpretaties uit secundaire bronnen.

Een voorbeeld: het boek *The Road to Serfdom* van Friedrich Hayek⁴⁵ is niet goed te begrijpen zonder de inhoud te bezien tegen de achtergrond van de tijd waarin het geschreven is (1943-1944). Tegenwoordig wordt de boodschap van Hayek – onder invloed van zijn nieuwe aanhangers uit de Amerikaanse ‘Tea Party’ beweging⁴⁶ – geduid als een pleidooi voor een ongebreidelde vrije markteconomie en als waarschuwing dat elk overheidsingrijpen in het leven van burgers onvermijdelijk leidt tot terreur. Hayek waarschuwde inderdaad voor staatsterreur, maar zijn referentiekader was het nazi-Duitsland dat zijn geboorteland Oostenrijk had bezet.⁴⁷ Bovendien schreef Hayek zijn boek in een tijd en plaats (Engeland) waarin het model

45. F.A. Hayek, *The Road to Serfdom*, London: Routledge 2010 (1e druk 1944).

46. Een serie presentaties over Hayek in de conservatieve TV-show van Glenn Beck op de Amerikaanse conservatieve zender *Fox News* zorgde er in 2010 – op het hoogtepunt van de Tea Party beweging in de VS – voor dat *The Road to Serfdom* 65 jaar na publicatie wederom de bestsellerlijsten bestormde. Zie ‘Glenn Beck and Friedrich Hayek: Essential Reading’, *Economist*, 24 juni 2010.

47. Zie de verdediging van Hayek door de – bepaald niet conservatieve – Amsterdamse hoogleraar en publicist Engelen: “*Wie tot zich door laat dringen dat op bevel van diezelfde staat tussen 1932 en 1945 rond de zestig à zeventig miljoen mensen zijn vermoord, kijkt met andere ogen naar de felheid waarmee Hayek zich in The Road to Serfdom teweerstelde tegen de blauwdruk voor de naoorlogse Britse verzorgingsstaat die Lord Beveridge in 1942 publiceerde.*” E. Engelen, ‘Even Euromoe’, *De Groene Amsterdammer*, 5 oktober 2011.

van de centraal geleide planeconomie uit de Sovjetunie op dat moment in invloedrijke kringen nog altijd als een realistisch alternatief voor een kapitalistische markteconomie werd gezien. Hayek's redeneringen en argumenten – over de onmogelijkheid van een efficiënt werkende plangestuurde economie – waren dus tegen een heel andere vorm van 'socialism' gericht. In zoverre wordt Hayek tegenwoordig ten onrechte vereenzelvigd met een extreem conservatieve politieke positie.⁴⁸ Om zijn ideeën goed in het toenmalige tijdsgewricht te kunnen plaatsen, kunnen secundaire bronnen zoals biografieën over het leven en werk van Hayek behulpzaam zijn.⁴⁹ Hetzelfde geldt voor bronnen waarmee de doorwerking van Hayek's ideeën en de vorming die daarbij kan optreden benaderd kunnen worden.⁵⁰

Het tweede aandachtspunt van de gevolgde onderzoeksmethode is gelegen in het duidelijk onderscheiden van juridische en normatieve argumenten. Met name in de rechtseconomische literatuur – ook in de literatuur van Nederlandse bodem – worden de twee nog wel eens onopgemerkt door elkaar heen gebruikt, wat tot aanzienlijke 'vervuiling' van de juridische argumentatie kan leiden.⁵¹ Een bredere selectie van bronnen noodzaakt derhalve tot meer zorgvuldigheid bij het identificeren en het onderscheiden van de karakters van verschillende argumenten. Een juridisch onderzoek kan bepaald worden verrijkt door het raam voor niet-juridische bronnen en argumenten open te zetten, zo lang men maar in de gaten houdt wat voor vogels er naar binnen vliegen. Hetzelfde geldt

-
48. Hayek zou dit later nog zelf benadrukken in een als naschrift bij zijn boek *The Constitution of Liberty* gepubliceerd essay getiteld 'Why I am not a conservative'. Zie F.A. Hayek, *The Constitution of Liberty*, Chicago: University of Chicago Press 2009 (1e druk 1961), p. 519-533.
49. Zie bijvoorbeeld de dubbelbiografie van Wapshott over Hayek en zijn tijdgenoot John Maynard Keynes. N. Wapshott, *Keynes Hayek: the clash that defined modern economics*, London: W.W. Norton 2011.
50. Zie voor een prikkelend voorbeeld T. Judt, *Ill fares the land: a treatise on our present discontents*, London: Penguin 2010, p. 97-105 met de bewust scherp geformuleerde conclusie "Behind every cynical (or merely incompetent) banking executive or trader sits an economist, assuring them (and us) from a position of unchallenged intellectual authority that their actions are publicly useful and should in any case not be subject to collective oversight. Behind that economist and his gullible readers there stand in turn participants in long-dead debates."
51. Zie bijvoorbeeld G. Rietkerk, 'Ondernemingsdoelstelling bij separatie van eigendom en leiding', *De NV* 1998, p. 285-290, waarin sprake is van de klassieke misvatting dat in een vennootschap de bevoegdheden van het bestuur zijn gedelegeerd door de algemene vergadering van aandeelhouders. Uit economisch perspectief moge dit een interessante gedachte zijn, juridisch is zij – dwingendrechtelijk – onjuist (artikel 2:129 BW jo. artikel 2:107 lid 1 BW). In hetzelfde artikel schreef Rietkerk: "De juridische uitwerkingen staan niet los van de ondernemingsdoelstellingen, maar moeten de realisatie daarvan ondersteunen." (ibid, p. 285). Deze veronderstelde normatieve superioriteit van de economie boven het recht is een terugkerend thema in veel rechtseconomisch onderzoek.

HOOFDSTUK 1

voor het onderscheid tussen theorie (normatief) en praktijk (feitelijk dan wel juridisch). Zo bevatte het beroemde artikel over ‘The End of History for Corporate Law’ van de Amerikaanse hoogleraren Hansmann en Kraakman (zie Hoofdstuk 4) de stelling dat er sprake is van een “*recent dominance of a shareholder-centered ideology of corporate law among the business, government, and legal elites in key commercial jurisdictions.*”⁵² Dit lijkt een feitelijke constatering te zijn, maar bij nadere bestudering blijkt het een subjectieve waarneming te zijn die mooi aansluit op een bepaalde – door de auteurs zelf aangedragen – normatieve opvatting.⁵³ Het onderscheid tussen het juridisch, feitelijk en normatief niveau is in zoverre bedoeld als handvat om een scherp onderscheid te kunnen maken tussen (rechts)regels, feiten en ideeën.

Het derde aandachtspunt is het hanteren van een zekere terughoudendheid bij het trekken van al te stellige conclusies. Mijn onderzoek is erop gericht om een zo volledig mogelijk beeld van alle ontwikkelingen te geven, maar daar past als beperking bij dat op basis van een in de hoofdzaak juridisch onderzoek nooit definitief uitsluitel gegeven kan worden over feitelijke gevolgen van bepaalde juridische ontwikkelingen. Zo zou voor mij de conclusie niet vaststaan dat bestuurders van beursvennootschappen als gevolg van de beschikking van de Hoge Raad inzake *ASMI*⁵⁴ niet meer bang hoeven te zijn voor een “*brief van een activistische aandeelhouder*”,⁵⁵ dat wil zeggen voor een manifestatie van aandeelhoudersactivisme als waarmee ABN AMRO in 2007 in de vorm van The Children’s Investment Fund (TCI) te maken kreeg. Immers, of en zo ja hoe het

-
52. H. Hansmann & R. Kraakman, ‘The End of History for Corporate Law’, *Georgetown Law Journal* 2001, 89 (2), p. 439-468. Een ‘working paper’ van hetzelfde artikel werd eerder gepubliceerd in januari 2000 (bron: <http://www.ssrn.com>). In het navolgende zal ik de paginanummering van deze working paper versie aanhouden.
 53. Dat het hier om een normatieve stelling ging, is later door de auteurs zelf bevestigd. Hansmann en Kraakman gingen hierbij zelfs zover dat ze deze stelling aanduiden als een ‘*ideological claim*’. Zie H. Hansmann & R. Kraakman, ‘Reflections On the End of History for Corporate Law’, in A. Rasheed & T. Yoshikawa (reds.), *Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, London: Palgrave-MacMillan 2012, ook beschikbaar als working paper (augustus 2011), te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>.
 54. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228 m.nt. M.J. van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 2010, 105 m.nt. P.M. Storm en *Ae* 2010-11 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*ASMI*).
 55. In deze zin wel H.H. Kersten, ‘Fusies en overnames in het post-crisis tijdperk’ in L. Timmerman et al (reds.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2011, p. 100 en F.J. Oranje, ‘Convocatie- en agenderingsrecht van aandeelhouders’, in P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie O&R nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 303.

oordeel uit *ASMI*-beschikking van de Hoge Raad over de *juridische* verhouding tussen bestuur en aandeelhouders van *ASMI* zal doorwerken in de *feitelijke* verhouding tussen bestuurders en aandeelhouders van beursvennootschappen in het algemeen, staat niet op voorhand vast. In zoverre past ons als juristen, net als wetenschappers uit andere disciplines, de nodige bescheidenheid.

Tot slot is een belangrijke beperking van het onderzoek gelegen in het feit dat geen kwalitatief onderzoek in de vorm van interviews met de betrokken personen is verricht. Het is een bewuste keuze geweest om dit niet te doen. De voornaamste reden hiervoor is dat er in dergelijke gesprekken sprake kan zijn van een zekere '*hindsight bias*' in de verklaringen die de betrokkenen nu terugkijkend op hun eigen ideeën, drijfveren en belangen zouden kunnen geven. Ik heb geprobeerd om het ontbreken van deze persoonlijke gesprekken te overnemen door zoveel mogelijk uit te gaan van contemporaine documenten die van de betrokken personen zelf afkomstig zijn. Met observaties van de betrokken personen die door anderen zijn gemaakt ben ik terughoudend omgegaan. Ook ben ik terughoudend geweest in het formuleren van definitieve oordelen en conclusies over personen.

1.4 Afbakening onderzoek, verklaring begripsgebruik

Een belangrijke afbakening van dit onderzoek houdt in dat deze dissertatie alleen ziet op de positie van aandeelhouders in *beursvennootschappen*. Dat is een bewuste keuze. Met de aanduiding 'beursvennootschap' doel ik specifiek op een naamloze vennootschap (N.V.) waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Een andere afbakening is dat dit onderzoek alleen ziet op beursvennootschappen waarop de Nederlandse Corporate Governance Code van toepassing is.⁵⁶ Qua ondernemingsrechtelijke inrichting van de beursvennootschap wordt uitgegaan van een reguliere '*two tier*' structuur waarbij de vennootschap naast een bestuur een aparte raad van commissarissen heeft. Hoewel de in deze dissertatie neergelegde observaties over aandeelhouders in beursvennootschappen ook zouden gelden voor de situatie van een vennootschap met een unitaire bestuursstructuur ('*one*

56. Het toepassingsbereik van de Code is bepaald in het koninklijk besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Stb.* 2004, 474, zoals laatstelijk gewijzigd bij koninklijk besluit van 10 december 2009, *Stb.* 2009, 545.

HOOFDSTUK 1

tier' structuur),⁵⁷ past hier de kanttekening dat ik dit niet heb onderzocht. Tot slot ga ik, in aansluiting op de gangbare praktijk, uit van een N.V. waarop de structuurregeling van artikelen 2:152 e.v. BW niet van toepassing is. Nu het overgrote deel van de Nederlandse beursvennootschappen op holding-niveau is vrijgesteld van de verplichte toepassing van het structuurregime, neem ik voor mijn analyse de niet-structuurvennootschap als uitgangspunt. Wel komt de structuurregeling aan de orde als onderdeel van de historische beschrijving van de ontwikkeling van het 'klassieke' ondernemingsrecht.

De beperking van dit onderzoek tot enkel beursvennootschappen heeft wezenlijke implicaties voor de reikwijdte en de bruikbaarheid van de bevindingen ervan. Juridisch gezien vertonen een besloten vennootschap (B.V.) van een directeur-grotaandeelhouder (dga) enerzijds en een beursvennootschap anderzijds weliswaar vele gelijkenissen, maar feitelijk en praktisch gezien zijn het toch zeer verschillende dingen.⁵⁸ De eigenheid van verschillende typen en grootten van ondernemingen wordt in het ondernemingsrecht van Boek 2 BW slechts met mate onderkend, maar zij is er wel degelijk. Hetzelfde geldt voor open begrippen zoals het vennootschappelijk belang: de strekking en inhoud hiervan is in de context van een 'open' beursvennootschap wezenlijk anders dan in de besloten verhoudingen van een joint-venture-B.V. of een holding-B.V.⁵⁹ De observaties in dit onderzoek over het vennootschappelijk belang en andere open normen in het ondernemingsrecht moeten dus als strikt context gebonden worden beschouwd en kunnen niet zonder meer worden veralgemeniseerd naar niet-beursgenoteerde N.V.'s of B.V.'s.

De tweede relevante afbakening van deze dissertatie is gelegen in een beperking in rechtsgebied. Het onderzoek ziet op het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen. De aanduiding "ondernemingsrecht" is bewust gekozen ten opzichte van het beperktere begrip "vennootschapsrecht".⁶⁰ Het gebruik van het

57. Zie voor een praktische en rechtsvergelijkende beschouwing over dit fenomeen W.J.L. Calkoen, *The One Tier Board in the changing and converging world of corporate governance*, diss. Rotterdam 2011, IVO-reeks nr. 85, Deventer: Kluwer 2012.

58. Zie over de dga-B.V. M.J.G.C. Raaijmakers & G.J.H. van der Sangen, 'De directeur-grotaandeelhouder in het nieuwe BV-recht' in P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie O&R nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 513-544.

59. Een aansporing tot het maken van dit onderscheid geeft B.F. Assink, *De Januskop van het Ondernemingsrecht*, oratie Rotterdam 2010, Deventer: Kluwer 2010, p. 41-47. Zie ook F.G.K. Overkleef, 'Vennootschappelijk belang en vennotenbelang', in G.J. Meijer, P.M. Storm & L. Timmerman (reds.), *Piet Sanders: een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p. 69-74.

60. Zie voor een pleidooi voor een bewust gebruik van dit begrip M.J.G.C. Raaijmakers, *Naar een Wetboek Ondernemingsrecht*, afscheidsrede Tilburg 2009, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2010 en zijn latere artikel 'Tussen toen en nu: verbrokkeling en herintegratie van het ondernemingsrecht', *TvOB* 2012, p. 111-117.

containerbegrip ondernemingsrecht maakt het mogelijk om naast de wettelijke bepalingen van Boek 2 BW ook de Code tot een bron van tot het rechtsgebied behorende rechtsregels te rekenen (op de vraag of dat terecht is kom ik nog terug). Het financieel toezichtrecht dat op beursvennootschappen van toepassing is uit hoofde van de beursnotering van hun effecten valt evenwel buiten het bestek van dit onderzoek. Waar relevant zullen bepaalde toezichtrechtelijke bepalingen worden betrokken in de analyse van het ondernemingsrechtelijk kader. Ook zullen enkele hoofdlijnen van de ontwikkeling van het financieel toezichtsrecht worden aangeduid. Voor het overige blijft het financieel toezichtsrecht, ook wat betreft de publieke handhaving van deze voorschriften door de AFM, buiten beschouwing.

Om ontwikkelingen te kunnen beschrijven is het ook noodzakelijk om een beginsituatie te definiëren en uiteen te zetten. Een beschrijving van de meer dan vier eeuwen durende ontwikkeling van het Nederlandse vennootschapsrecht vanaf de Vereenigde Oostindische Compagnie gaat het bestek van deze dissertatie te buiten, bovendien is dit reeds grondig en gedegen door anderen gedaan.⁶¹ Ik beperk me daarom tot het schetsen van enkele voor het onderwerp van deze dissertatie relevante hoofdlijnen in de geschiedenis van het ondernemingsrecht tot aan de moderniseringsgolf aan het begin van de 21^{ste} eeuw die uitmondde in de introductie van de Code (2003), de uitbreiding van aandeelhoudersrechten in Boek 2 BW (2004) en in de sanctionering van een sterkere positie van aandeelhouders in de rechtspraak van de Ondernemingskamer. Het ondernemingsrecht van vóór deze moderniseringsgolf zal ik kortheidshalve aanduiden als het “klassieke ondernemingsrecht”. Het ondernemingsrecht zoals dit er na deze moderniseringsgolf is gaan uitzien, wordt mede aangeduid als het “nieuwe ondernemingsrecht”.

Ik pretendeer geen volledigheid in de beschrijving van de rechtsontwikkeling van het klassieke ondernemingsrecht, noch in de weergave van de relevante achtergrond waartegen deze rechtsontwikkeling zich heeft voorgedaan. Het onderzoek richt zich in hoofdzaak op de (rechts)ontwikkelingen in het ondernemingsrecht voor zover die de positie van de aandeelhouder(s) in beursvennootschappen raken, beïnvloeden of hier anderszins voor van belang zijn.

61. Bijvoorbeeld E.E. Gepken-Jager, G. van Solinge & L. Timmerman (reds.), *VOC 1602-2002: 400 years of Company Law*, Deventer: Kluwer 2005. Zie meer recent de bijdragen van J.M. de Jongh, in het bijzonder ‘Aandeelhoudersactivisten avant la lettre: de dolerende participanten van de VOC’ in M.J.A. Duker, L.J.A. Pieterse & A.P.J. Schild (reds.), *Wel-Beraden: beschouwingen over de rechtsontwikkelingen in de rechtspraak van de Hoge Raad der Nederlanden*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2009, p. 247-271, ‘Oligarchie in thema en variaties’ in P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie O&R nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 3-34 en De Jongh 2014.

HOOFDSTUK 1

Dit betekent dat thema's zoals bestuurdersbezoldiging, de nieuwe tegenstrijdig belang-regeling voor bestuurders en commissarissen, wettelijke beperkingen aan de hoeveelheid bestuurderschappen en commissariaten en voorstellen voor diversiteitsquotas voor raden van bestuur en raden van commissarissen op een enkele verwijzing na onbesproken zullen blijven.

Ter afsluiting van dit onderdeel wijs ik nog op enkele definities en korte aanduidingen voor begrippen die ik in het navolgende zal hanteren.

- a) Ik ga uit van een raad van bestuur, bestaande uit meerdere bestuurders. Met het woord "bestuur" duid ik de raad van bestuur als orgaan van de vennootschap aan. Individuele personen die zitting hebben in het bestuur noem ik "bestuurder" en gezamenlijk "bestuurders".
- b) Voor de raad van commissarissen geldt een soortgelijke aanduiding. Het orgaan wordt aangeduid als "raad van commissarissen" of kortweg "RvC", de individuele leden van de RvC worden aangeduid als "commissaris" of "RvC-lid".
- c) De wettelijke term 'algemene vergadering van aandeelhouders' wordt in overeenstemming met staand gebruik afgekort tot "AVA". Hiermee kan afhankelijk van de context zowel het orgaan van de vennootschap worden bedoeld als de feitelijke (jaarlijkse) aandeelhoudersvergadering.
- d) Met "de Code" wordt verwezen naar de Nederlandse Corporate Governance Code. Afhankelijk van de context is dit hetzij de Code Tabaksblat 2003 dan wel de geactualiseerde versie van de Code zoals gepresenteerd door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie Frijns, naar haar voorzitter) op 10 december 2008.⁶² Waar de context niet duidelijk is, zal expliciet worden verwezen naar de Code Tabaksblat 2003 dan wel de Code Frijns 2008. Op een enkele plaats wordt tevens verwezen naar de herziene Code die de Monitoring Commissie Corporate Governance Code onder voorzitterschap van Van Manen op 8 december 2016 heeft gepubliceerd.⁶³ Op het moment van afronding van dit manuscript was deze nieuwe versie van de Code evenwel nog niet formeel aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 BW, zij het dat het kabinet in maart 2017 te kennen heeft gegeven dat dit op korte termijn zal gebeuren.⁶⁴ Andere gedragscodes dan de Code, zoals de Code Banken, zullen telkens met de volledige naam worden aangeduid.

62. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practices bepalingen*, 10 december 2008, *Stcr* 3 december 2009, nr. 18499, p. 1 e.v., tevens te raadplegen via <<http://www.corpgov.nl>>.

63. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, 8 december 2016, te raadplegen via <<http://www.corpgov.nl>>.

64. Brief van Minister van Economische Zaken Kamp aan de Tweede Kamer houdende kabinetsreactie op de Code van Manen van 24 maart 2017, kenmerk DGBI-O/17025616, te raadplegen op <<http://www.rijksoverheid.nl>>.

Dit onderzoek bouwt ten dele voort op eerdere publicaties over bepaalde deelonderwerpen. Onderdelen van Hoofdstuk 6 zijn eerder gepubliceerd in een boekbijdrage van mijn hand uit 2012.⁶⁵ In Hoofdstuk 5 en Hoofdstuk 6 zijn voorts enkele passages opgenomen afkomstig uit mijn artikel over het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen uit 2009.⁶⁶ Verder zijn bepaalde passages uit Hoofdstuk 5 en Hoofdstuk 6 over de Code Tabaksblad, de Code Frijns en het nieuwe EU Action Plan gebaseerd op mijn eerdere publicaties over deze onderwerpen.⁶⁷

Dit manuscript is afgesloten op 27 maart 2017.

1.5 Plan van behandeling

In Hoofdstuk 2 wordt een korte schets gegeven van de relevante rechtsontwikkelingen met betrekking tot beursvennootschappen in het klassieke ondernemingsrecht in de periode tussen 1929 en 1971. Deze beschrijving strekt ertoe om een beginsituatie voor het onderwerp van het onderzoek te definiëren. Hoofdstuk 3 gaat over achtereenvolgens de ontwikkelingen in de politiek, economie, maatschappij en de (rechts)wetenschap in de jaren '70, '80 en '90 van de vorige eeuw over wat de positie van aandeelhouders zou moeten zijn. Hier wordt de opkomst van de normatieve onderstroom beschreven om de positie van aandeelhouders te versterken. Hoofdstuk 4 geeft een beschrijving van de opkomst van de 'law & economics' beweging in het ondernemingsrecht en van de verschillende wijzen waarop deze opkomst in de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap is ontvangen. Hier wordt beschreven hoe de uit de law & economics stroming afkomstige ideeën en concepten een inspiratie vormden voor de verdere gedachtenvorming over de versterking van de positie van aandeelhouders.

Hoofdstuk 5 geeft een overzicht en analyse van de ontwikkelingen in de periode tussen 1999 en 2004. In dit hoofdstuk komen de lijnen die in hoofdstukken 3 en 4 zijn getrokken samen. Ook wordt in dit hoofdstuk de wijze beschreven waarop

65. F.G.K. Overkleef, 'HR ABN AMRO at 5: over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2011-12*, Van der Heijden-reeks nr. 112, Deventer: Kluwer 2012, p. 191-224.

66. Overkleef 2009.

67. F.G.K. Overkleef, 'Technische oplossingen' in B.F. Assink, K.F. Haak, J.M. de Jongh, A.J.P. Schild & M.J. Kroeze (reds.), *De toekomst van het ondernemingsrecht – het ondernemingsrecht van de toekomst*, liber amicorum L. Timmerman, IVO-reeks nr. 99, Deventer: Kluwer 2015, p. 377-392, F.G.K. Overkleef, 'De Code in de crisis: het derde nalevingsrapport van de Corporate Governance Code (2011)', *V&O* 2012, p. 21-25 en F.G.K. Overkleef, 'Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht (2012)', *V&O* 2013, p. 5-10.

HOOFDSTUK 1

deze hervorming in het juridische kader haar beslag heeft gekregen. Hoofdstuk 6 gaat over wat daarna kwam. De belangrijkste ontwikkelingen die zich in de jaren na 2004 in het verlengde van de versterking van de positie van aandeelhouders hebben voorgedaan, in het bijzonder de opkomst van het verschijnsel aandeelhoudersactivisme, worden in vogelvlucht behandeld.

Hoofdstuk 7 bevat een rechtsvergelijkende beschouwing. In dit hoofdstuk worden de relevante ontwikkelingen in de jaren voor en na de eeuwwisseling in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk beschreven. Deze beschouwing is bedoeld om de Nederlandse ervaringen in hetzelfde tijdvak in een context te plaatsen. De keuze voor Duitsland en het Verenigd Koninkrijk is ingegeven door de constatering dat het klassieke Nederlandse ondernemingsrecht (zie Hoofdstuk 2) belangrijke overeenkomsten met het Duitse ondernemingsrecht vertoont terwijl de herzieningen op het gebied van het ondernemingsrecht in de periode tussen 1999 en 2004 juist lijken te beogen om meer richting het Britse model op te schuiven. Door te analyseren welke keuzes er in dezelfde periode in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk zijn gemaakt en welke overwegingen aan die keuzes ten grondslag lagen kan worden beoordeeld in hoeverre de Nederlandse ervaring 'uniek' was en in hoeverre alternatieve benaderingen en ontwikkelingen mogelijk waren geweest. Hoofdstuk 8 sluit af met een aantal nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen.

Hoofdstuk 2. De N.V. in het klassieke ondernemingsrecht

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal een schets op hoofdlijnen worden gegeven van de belangrijkste ontwikkelingen in het klassieke ondernemingsrecht voor de rechtsvorm van de N.V.. Als vertrekpunt voor deze beschrijving is gekozen voor 1929: het jaar van de inwerkingtreding van de ‘nieuwe’ regeling voor naamloze vennootschappen in het Wetboek van Koophandel (WvK) zoals gewijzigd bij wet van 2 juli 1928¹ en bij novelle van 25 juni 1929.² Met deze wetgevingsoperatie is de uitgebreide wettelijke regeling voor de N.V. tot stand gebracht die thans nog de basis vormt voor de afdeling over de N.V. in Boek 2 BW. Uiteraard gaat de geschiedenis van het verschijnsel van de naamloze vennootschap veel verder terug, in ieder geval tot de tijd van de Vereenigde Oost-Indische Compagnie (opgericht bij octrooi van 20 maart 1602) en diens voorcompagnieën.³ Wanneer men ook nog de opkomst van de rechtsfiguur van de naamloze vennootschap in

-
1. Wet van 2 juli 1928 tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamloze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus, *Stb* 1928, 216. Bij Koninklijk Besluit van 8 september 1928, *Stb* 1928, 364, is de inwerkingtredingsdatum van deze wet bepaald op 1 april 1929.
 2. Wet van 29 juni 1929 houdende een Novelle bij de wet van 2 juli 1928 tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamloze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus, *Stb* 1929, 363. De novelle is op 21 juli 1929 in werking getreden.
 3. De totstandkoming van de V.O.C. wordt in de handboeken algemeen aangemerkt als het moment waarop voor het eerst gestalte werd gegeven aan de rechtsfiguur die later als N.V. zou worden benoemd. Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 1 en P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 16e druk, bewerkt door J.W. Winter & J.B. Wezeman, Deventer: Kluwer 2013, nr. 6. Dit standpunt is terug te voeren op de dissertatie van E.J.J. van der Heijden, *De ontwikkeling van de Naamloze Vennootschap in Nederland vóór de Codificatie* (Utrecht 1908). Zie voor een verkorte weergave E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch recht*, 2e druk, Zwolle: Tjeenk Willink 1931, nrs. 1-2. Zie voorts M.J.G.C. Raaijmakers, *Rechtspersonen tussen contract en instituut*, oratie Tilburg 1987, Deventer: Kluwer 1987, p. 1.

HOOFDSTUK 2

de bredere context van de ontwikkeling van ondernemingen en ondernemingsvormen zou willen analyseren, zou men nog veel verder terug in de tijd moeten gaan.⁴ Een dergelijke omvangrijke beschrijving gaat het bestek van het dit onderzoek te buiten.⁵

De keuze voor 1929 als startpunt is vooral ingegeven door pragmatische overwegingen, te weten de beschikbaarheid van een uitgebreide wettelijke regeling betreffende de N.V. (122 artikelen in het WvK), een contemporain integraal commentaar op deze regeling in de vorm van het handboek van Van der Heijden⁶ en een centraal podium voor wetenschappelijke gedachteswisseling en signaleringen uit de actualiteit in de vorm van het in 1922 opgerichte tijdschrift *De Naamlooze Vennootschap*.⁷ Het is dus niet vanwege intellectuele luiheid, maar vanwege de noodzaak tot een efficiënte afbakening dat dit onderzoek deze basis tot uitgangspunt neemt. Ook het eindpunt van de beschouwingen in dit hoofdstuk, te weten de herziening van het ondernemingsrecht die uitmondde in de ‘eerste golf’ aan wetwijzigingen die in 1971 in werking traden,⁸ is in zekere

-
4. Zie voor een korte aanzet M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Pitlo-serie deel 2, Deventer: Kluwer 2006, p. 70-71. Helemaal boeiend wordt het wanneer men hierbij ook de ontwikkeling van geld en daarmee van ondernemingsfinanciering en het bankwezen zou betrekken. Zie voor een toegankelijke verhandeling N.C.D. Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, London: Allen Lane 2008.
 5. Een dergelijk diepgaand onderzoek naar de ontwikkelingen in de periode voor 1929 is gedaan door De Jongh in het kader van zijn dissertatie. Zie De Jongh 2014, p. 3-294.
 6. Handboek Van der Heijden 1931. De eerste druk van het handboek verscheen direct na inwerkingtreding van de nieuwe wettelijke regeling in 1929. Voor deze beschouwing is gekozen voor het hanteren van de tweede druk uit 1931, aangezien in deze druk enige ervaringen met de nieuwe wettelijke regels waren opgenomen.
 7. Volledige oorspronkelijke titel: *De Naamlooze Vennootschap: Maandblad voor de Ondernemingsvorm en het Bedrijfswezen in Nederland en Nederlandsch-Indië*. Over de keuze voor deze naam schreven Van der Heijden en Volmer in het eerste nummer van *De NV* het volgende: “*Er is in het bijzonder behoefte aan een tijdschrift, waarin de speciale belangen van de vennootschap besproken worden. Het behoeft geen betoog, dat daarbij in het bijzonder de aandacht wordt getrokken door dien vennootschapsvorm, waarbij de splitsing van de ondernemingsfunctie tusschen hen, die het bedrijfsrisico dragen en hen, die de productiemiddelen organisch samenvoegen, het meest duidelijk is verwezenlijkt: de naamlooze vennootschap.*” Zie E.J.J. van der Heijden & J.G.C. Volmer, ‘Ter Inleiding’, *De NV* I (1922/23), p. 2, opgenomen in C.J.H. Jansen & G. van Solinge, *Verspreide geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Van der Heijden-reeks nr. 67, Deventer: Kluwer 2001, p. 44.
 8. Hiermee doel ik met name op de invoering van de structuurregeling bij wet van 6 mei 1971, *Stb* 1971, 289, en de herziening van het enquêterecht bij wet van 10 september 1970, *Stb* 1970, 414. Ook is relevant is de wettelijke regeling van de jaarrekening bij wet van 28 januari 1971, *Stb* 1971, 54, die tevens de instelling van de Ondernemingskamer bij het Gerechtshof Amsterdam met zich meebracht. Voor een overzicht van deze wetgevingsoperatie, zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 6.

zin een arbitraire keuze. Naar mijn mening was het bouwwerk van het klassieke ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de door mij bedoelde zin naar de toenmalige stand van wetgeving en rechtspraak op dat moment ‘af’, althans voor zover het de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders betrof. Uiteraard vond de overheveling van de regeling voor de N.V. in Boek 2 BW pas in 1976 plaats,⁹ maar de tekst van de wettelijke bepalingen van Boek 2 BW was reeds in 1960 vastgesteld¹⁰ en de overheveling van de wettelijke bepalingen betreffende de N.V. van het WvK naar Boek 2 BW bracht voor de regeling van de N.V. als zodanig geen ingrijpende wijzigingen met zich mee.¹¹ Ook de ‘tweede golf’ aan wetsvoorstellen op het gebied van het ondernemingsrecht die eind jaren ’70 en begin jaren ’80 werden ingediend¹² behelsde geen wezenlijke veranderingen in de positie van aandeelhouders in naamloze vennootschappen. Al met al is het jaar 1971 dus niet alleen een praktisch werkbaar, maar ook een wetenschappelijk verantwoorde afbakening voor een beschrijving van het klassieke ondernemingsrecht voor beurs-N.V.’s.

Dit hoofdstuk beoogt geen uitputtende beschrijving te geven van de rechtsontwikkeling voor wat betreft de N.V. tussen 1929 en 1971, maar focust eerder op een aantal thema’s die in deze periode steeds terugkomen. Een eerste terugkerend thema is het vraagstuk naar het wezen en de inhoud van het ‘belang van de vennootschap’, ofwel het ‘vennootschappelijk belang’. Dit leerstuk neemt thans nog een belangrijke plaats in het ondernemingsrecht in. De wetenschappelijke gedachtevorming en discussies over dit onderwerp in de jaren ’50 en ’60 zijn hierop van grote invloed geweest. Met de ontwikkeling van het concept vennootschappelijk belang hangt ook de verandering in opvattingen over de aard van de N.V. (contract dan wel instituut) nauw samen. Ook dit thema loopt als een rode draad door dit hoofdstuk. In het verlengde van deze twee thema’s ligt tot slot het derde thema: de verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, het eigenlijke onderwerp van dit onderzoek. Deze drie thema’s zijn vervlochten in een min of meer chronologische beschrijving, die hieronder in verschillende paragrafen verder is uitgewerkt.

9. Wet van 8 april 1976, *Stb* 1976, 228-229.

10. Wet van 12 mei 1960, *Stb* 1960, 205. Zie Raaijmakers Th. 1987, p. 6-8 over de hoofdlijnen van de regeling van de N.V. in het ONBW van Meijers uit 1954.

11. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 7. Iets anders is de relatie van de N.V. met andere ondernemingsvormen: hierin bracht de invoering van Boek 2 BW wel ingrijpende wijzigingen met zich mee. Zie Raaijmakers Th. 1987 en in de reprise Raaijmakers Th. 2012.

12. Zie hierover het themanummer van *TVVS* uit 1983 (aflevering 6), in het bijzonder de artikelen van L. Timmerman, ‘De Tweede Golf: inleidende opmerkingen’, *TVVS* 1983, p. 134-142, M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Nederlandse wetgeving inzake concernverhoudingen’, *TVVS* 1983, p. 152-165 en C.W.A. Timmermans, ‘De Tweede Golf: de Europese onderstroom’, *TVVS* 1983, p. 165-173.

HOOFDSTUK 2

2.2 Grondtrekken van de N.V. onder het WvK 1929

2.2.1 Karakter van de vennootschap

Artikel 36 WvK gaf de volgende wettelijke definitie van de N.V.: “*De naamlooze vennootschap is de vennootschap met een in aandeelen verdeeld maatschappelijk kapitaal, waarin ieder der vennoten voor een of meer aandeelen deelneemt. De vennoten (aandeelhouders) zijn niet persoonlijk aansprakelijk voor hetgeen in naam der vennootschap wordt verricht. De vennootschap wordt, op straffe van nietigheid, opgericht bij een enotarieele akte.*” Hiermee was evenwel nog geen sluitend antwoord gegeven op de vraag wat een N.V. nu eigenlijk was: niet alle elementen die de rechtsfiguur van de N.V. kenmerkte waren in deze definitie inbegrepen. In aanvulling op deze wettelijke definitie gaf Van der Heijden de volgende omschrijving van de N.V.: “*De vennootschap, met een in aandeelen verdeeld, maatschappelijk kapitaal, waarin elk der vennoten deelneemt voor een of meer aandelen, welke den maatstaf vormen voor zijn inbreng en zijn rechten, aangegaan om in gemeenschappelijke naam te handelen onder aansprakelijkheid uitsluitend van het vennootschappelijk vermogen.*”¹³

In deze ruimere omschrijving werd in aanvulling op de tekst van artikel 36 WvK het element van de inbreng expliciet benoemd. Van der Heijden zag in de verplichting tot inbreng een wezenlijk onderscheid tussen de N.V. enerzijds en andere vormen van ‘vennootschap’ anderzijds: “*Wanneer bij maatschap en vennootschap onder firma de vennoten mogen inbrengen, beveiligen zij zich daardoor niet tegen verder gaand verlies. Bij de n.v. is dit anders. Met het voldoen aan den inbreng is de verplichting, welke de vennoten daar op zich nemen, uitgeput. Hun plicht tot samenwerking lost zich op in dien tot storting. Is aan laatstgenoemden plicht voldaan, dan houden zij slechts aanspraken over. Het zelf handelen namens de vennootschap behoort even weinig tot hun plicht als tot hun bevoegdheid. Hierdoor vervalt het strikte belang der aandeelhouders bij de personen hunner medevennoten, voor zoover deze laatsten aan hun stortingsplicht voldaan hebben. Na dien is het lidmaatschap in*

13. Handboek Van der Heijden 1931, nr. 45. Van der Heijden had eerder op basis van de voorontwerpen voor wat uiteindelijk de regeling in het WvK 1929 zou worden een andere omschrijving van de N.V. gegeven: “*De naamlooze vennootschap is de vennootschap, met een in aandeelen verdeeld maatschappelijk kapitaal, waarin ieder der vennoten een of meer aandeelen heeft en slechts voor het bedrag zijner aandeelen tot inbreng is gehouden, zonder voor de verbintenissen van de vennootschap persoonlijk aansprakelijk te zijn.*” Zie E.J.J. van der Heijden, ‘De definitie der Naamlooze Vennootschap’, *R.M.* 1919, p. 334, opgenomen in C.J.H. Jansen & G. van Solinge, *Verspreide geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Van der Heijden-reeks nr. 67, Deventer: Kluwer 2001, p. 42.

*beginsel vatbaar voor overdracht.*¹⁴ Met de tweede toevoeging in de omschrijving, het handelen onder gemeenschappelijke naam, beoogde Van der Heijden het doel van het bijeenbrengen van middelen van aandeelhouders tot uitdrukking te brengen.¹⁵

Onder het (in 1934 ingetrokken) artikel 14 WvK kwalificeerde de N.V. als ‘vennootschap van koophandel’ en op grond van artikel 15 WvK was op de N.V. naast de bepalingen van het WvK en de ‘overeenkomsten der partijen’ ook het ‘Burgerlijk Regt’ van toepassing. Volgens Van der Heijden was hiermee gegeven dat de artikelen 1655 – 1689 van het toenmalige Burgerlijk Wetboek, houdende bepalingen betreffende de maatschap en de vennootschap,¹⁶ ook op de N.V. van toepassing waren voor zover zij niet door bijzondere bepalingen of de daaruit blijkende aard van de vennootschap terzijde werden gesteld.¹⁷ Reeds in zijn dissertatie van 1908 had Van der Heijden betoogd dat de N.V. te beschouwen was als een ‘gekwalficeerde maatschap’.¹⁸ In de eerste door Van der Grinten bewerkte druk van het Handboek (1946) was de koppeling van de N.V. aan de rechtsfiguur van de maatschap nog nadrukkelijker gelegd door de N.V. te omschrijven als een “*een bijzondere, jegens derden werkende, vorm van maatschap.*”¹⁹ In het verlengde hiervan merkten zowel Van der Heijden als ook Van der Grinten (althans in zijn vroegere bewerkingen van het Handboek) de N.V. als ‘vennootschap’ aan als een contractuele rechtsbetrekking – meer in het bijzonder een vorm van contractuele vereniging – die ontstaat bij overeenkomst.²⁰

De kwalificatie van de N.V. als een bijzondere vorm van maatschap en dus als contractuele rechtsbetrekking was in lijn met de strekking en systematiek van de eerdere wettelijke regeling van de N.V. in het op de Franse Code de Commerce geënte WvK van 1838.²¹ Aandeelhouders van een N.V. waren net als bij

14. Handboek Van der Heijden 1931, nr. 44.

15. Ibid.

16. Ten tijde van de inwerkingtreding van het WvK 1929 luidde het opschrift van de betreffende afdeling in het BW nog “*Van Maatschap of Vennootschap*”. De aanduiding is gewijzigd in enkel “*Van Maatschap*” bij wet van 2 juli 1934, *Stb* 1934, 347.

17. Handboek Van der Heijden 1931, nr. 44. De toepasselijkheid en relevantie van de artikelen 1655 e.v. BW op de N.V. was kennelijk algemeen aanvaard. Ter illustratie zij erop gewezen dat de wettenbundel van Fruin destijds in het commentaar bij de artikelen 15 en 36 WvK een expliciete verwijzing bevatte naar artikelen 1655-1698 BW. Zie J.A. Fruin, *De Nederlandsche Wetboeken*, bewerkt door Th.A. Fruin, Den Haag: Martinus Nijhoff 1936, aantekeningen bij artikel 15 WvK (p. 613) en 36 WvK (p. 616).

18. Raaijmakers Th. 1987, p.1 (verwijzend naar E.J.J. van der Heijden, *De ontwikkeling van de Naamloze Vennootschap in Nederland vóór de Codificatie*, diss. Utrecht 1908, p. 77-83).

19. E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamloze Vennootschap*, 4e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: Tjeenk Willink 1946, nr. 44.

20. Handboek Van der Heijden 1931 en Handboek Van der Grinten 1946, nrs. 42 en 43.

21. Zie over deze eerste codificatie in kort bestek Handboek Van der Heijden 1931, nrs. 11-13.

HOOFDSTUK 2

een maatschap vennoten die zich bij overeenkomst in een N.V. hadden verenigd om via de N.V. aan het economisch verkeer deel te nemen en om daarmee een gezamenlijk doel na te streven. Anders dan bij een maatschap was de plicht tot inspanning en samenwerking voor de aandeelhouders/vennoten in een N.V. bij wijze van *lex specialis* in het WvK ten opzichte van de algemene wettelijke regels betreffende de maatschap in het BW beperkt tot de plicht om de door hen genomen aandelen vol te storten. Het bedrag van deze storting vormde tevens de grens voor de omvang van aansprakelijkheid van de individuele aandeelhouders/vennoten. Het aldus bijeengebrachte vennootschappelijk vermogen van de N.V. was een middel om de werkzaamheden of activiteiten te verrichten zoals omschreven in de door de aandeelhouders/vennoten in de statuten bepaalde doelomschrijving (artikel 36c WvK). Ook in dit opzicht kon de N.V. als een bijzondere vorm van maatschap worden gezien: vennoten in een N.V. hoefden weliswaar niet samen te werken om gezamenlijk een onderneming, bijvoorbeeld een handel in koffie, te drijven, maar zij brachten wel geld bijeen met het uitdrukkelijke doel om vanuit de N.V. een handel in koffie te doen drijven. Ook de vennoten in een N.V. waren aldus door een gezamenlijk doel verbonden.

2.2.2 *Taakopdracht en bevoegdheid bestuur*

Met het drijven van de in de doelomschrijving van de N.V. bepaalde onderneming was het bestuur van de N.V. belast. Hiertoe was het bestuur – en alleen het bestuur – bevoegd om de N.V. te vertegenwoordigen en daartoe het vermogen van de N.V. aan te wenden op een wijze die het dienstbaar achtte aan het bereiken van het doel van de vennootschap zoals vastgelegd in de statuten.²² Artikel 47 WvK onderscheidde drie elementen in de bestuurstaak, te weten (i) het besturen van de zaken van de vennootschap; (ii) het beheer van het vermogen van de vennootschap; en (iii) het in en buiten rechte vertegenwoordigen van de vennootschap. Over de vervulling van deze bestuurstaak was het bestuur rekening en verantwoording schuldig aan de N.V., onder meer via de jaarlijkse aanbieding van de balans en de winst- en verliesrekening ter vaststelling aan de AVA (artikel 42 WvK) en via het bij die gelegenheid te geven verslag ter vergadering aan de AVA over de gang van zaken van de vennootschap en het door het bestuur gevoerde beheer (artikel 49 WvK). Ook kon het bestuur al dan niet onder toezicht worden gesteld van een RvC die facultatief bij statuten kon worden ingesteld.²³ Binnen de grenzen van zijn bestuursmacht zoals kenbaar uit wet en

22. Ibid, nr. 231.

23. Onder artikel 52 van de WvK 1838 bestond de mogelijkheid om in de statuten te bepalen dat de commissarissen bevoegd waren om “*namens de vennoten*” de rekening en verantwoording van de bestuurders op te nemen en deze goed te keuren. Hierin is andermaal een spoor te herkennen van de contractuele oorsprong van de N.V.: rekening en verantwoording was kennelijk verschuldigd aan de vennoten, niet aan de vennootschap als zodanig. Volgens Van der Heijden betrof het door de commissarissen namens de vennoten laten goedkeuren van een jaarrekening een “*oud-vaderlandsch gebruik*”. Zie Handboek Van der Heijden 1931, nr. 271.

statuten was het bestuur vrij om naar eigen inzicht te beschikken over de voorhanden middelen (het vennootschapsvermogen) teneinde het vennootschappelijk doel te bereiken.

Op grond van artikel 47c WvK was elke bestuurder jegens de vennootschap op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid gehouden tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak. Artikel 45 van het WvK 1838 had op deze plaats nog gerept over een behoorlijke uitvoering van de aan de bestuurders opgedragen last. Deze woordkeus in het WvK 1838 wijst op lastgeving (thans artikel 7:414 BW). Inderdaad was het onder het oude recht een gangbare opvatting om de verhouding tussen bestuurder en N.V. als een verhouding van lasthebber-lastgever te kwalificeren. Volgens Van der Heijden was deze lastgevingsconstructie niet gewijzigd of verlaten bij de overgang naar artikel 47 WvK 1929. Hij stelde zich op het standpunt dat hiermee ook de onder het oude recht heersende opvatting dat een bestuurder alleen zelfstandige bestuursmacht had over de ‘gewone dagelijksche’ bedrijfsuitvoering in de interpretatie van de reikwijdte van de bestuursmacht op grond van artikel 47 WvK moest worden verdisconteerd.²⁴ Hierin lag dus een zekere beperking van de bestuursmacht besloten in de zin dat over ‘niet-alledaagse’ aangelegenheden niet zelfstandig door het bestuur besloten zou kunnen worden. In de visie van Van der Heijden berustte de bevoegdheid om over dergelijke aangelegenheden te besluiten bij de AVA. Nu de bevoegdheid om over niet-alledaagse aangelegenheden te besluiten niet aan het bestuur was toegekend – artikel 47 WvK moest immers in deze zin beperkt worden uitgelegd – kwam deze bevoegdheid op grond van artikel 43 WvK toe aan de AVA.

Een andere begrenzing van de bestuursmacht van het bestuur op grond van artikel 47 WvK was gelegen in de tegenstrijdig belang-regeling van artikel 51 WvK. Op grond van dit artikel viel de bevoegdheid om de vennootschap te vertegenwoordigen toe aan de commissarissen in alle gevallen waarin de vennootschap een tegenstrijdig belang had met een of meer van haar bestuurders tenzij de statuten anders bepaalden. De AVA bleef steeds bevoegd om in dergelijke gevallen in plaats van de commissarissen een of meer speciale vertegenwoordigers aan te wijzen. Deze bevoegdheid kon de AVA ook niet bij statuten worden ontnomen. Aangenomen werd dat de tegenstrijdig belang-regeling ook gold voor vennootschappen waarin geen RvC was ingesteld. Bij dergelijke vennootschappen zonder commissarissen zou steeds een aanwijzingsbesluit van de AVA zijn vereist.²⁵ Deze wettelijke bepaling is uiteindelijk tot 1 januari 2013 ongewijzigd van kracht gebleven. Onder het WvK 1929 was een op onderdelen

24. Handboek Van der Heijden 1931, nrs. 233-234.

25. Ibid, nr. 277.

HOOFDSTUK 2

vergelijkbare regeling van toepassing op het stemrecht van individuele aandeelhouders. Op grond van artikel 44c WvK konden geen geldige stemmen worden uitgebracht op aandelen die gehouden werden door een aandeelhouder aan wie uit andere hoofde dan zijn aandeelhouderschap door het te nemen besluit enig recht jegens de N.V. zou worden toegekend of die daardoor van enige verplichting jegens de N.V. zou worden ontslagen. Deze bepaling was echter van zuiver regelend recht en kon bij statuten in het geheel buiten toepassing worden verklaard.

Beide hierboven genoemde regelingen behelsden in feite een afbakening van de intra-vennootschappelijke belangensfeer waarin bestuurders, commissarissen en aandeelhouders over en weer waren verbonden. Voor het bestuur lag de regeling over tegenstrijdig belang in een logisch verlengde van zijn hoedanigheid als de facto lasthebber van de N.V. en zijn gebondenheid aan de vennootschappelijke doelomschrijving. Uit de wettelijke bepaling van artikel 50 WvK volgde dat de N.V. kennelijk een ‘belang’ kon hebben, waarmee de vraag rees wat dit belang kon inhouden. Van der Heijden gaf met betrekking tot de tegenstrijdig belang-regeling het voorbeeld dat een bestuurder “*een belang van derden, b.v. van obligatienemers, strijdig met het belang der vennootschap*” zou vertegenwoordigen.²⁶ Dergelijke belangen beschouwde Van der Heijden kennelijk als gelegen buiten de vennootschappelijke sfeer. Ook de regeling van artikel 44c WvK vormde een bescherming tegen belangenvermenging in de vennootschappelijke besluitvorming. Het mocht zo zijn dat de vennoten door het doen van de vereiste storting op de door hen genomen aandelen in principe waren bevrijd van hun verplichting tot onderlinge samenwerking, maar op grond van artikel 44c WvK was hen de mogelijkheid ontzegd om hun stemrecht als vennoot in de N.V. te gebruiken ter verwezenlijking van bepaalde privébelangen. Volgens Van der Heijden leidde de toepassing van deze regeling in de praktijk echter tot veel “*onverkwikkelijke debatten*” en onzekerheid in het rechtsverkeer. Zijn advies was dan ook: “*De N.V., welke artikel 44c in haar statuten buiten werking stelt, stopt zich een bron van onrust en ellende.*”²⁷

2.2.3 De N.V. als rechtspersoon

Een laatste wezenlijk kenmerk van de N.V. in het WvK 1929 was haar kwalificatie als rechtspersoon (artikel 37 WvK). Interessant gegeven hierbij is dat de wet de N.V. als rechtspersoon benoemde terwijl in de wetenschap en in de praktijk op dat moment nog geen eenvormig beeld bestond over hoe het verschijnsel rechtspersoonlijkheid dogmatisch moest worden geduid. Illustratief

26. Ibid.

27. Ibid, nr. 218.

zijn de uitgebreide beschouwingen die de eerste drukken van het Handboek wijdden aan theorieën van rechtspersoonlijkheid: pas in de zevende druk uit 1962 werd deze verkenning van theorieën geschrapt.²⁸ Ook valt op dat aanvankelijk weinig belang gehecht leek te worden aan de wettelijke kwalificatie van de N.V. als rechtspersoon. Tijdens de parlementaire behandeling van het betreffende artikel in het wetsontwerp had Minister Heemskerk zich op het standpunt gesteld dat het weinig belangrijk was of de wet al of niet zou zeggen dat de N.V. een rechtspersoon is.²⁹ Later is door Van der Grinten – in het kader van een uiteenzetting waarin hij juist het belang van duidelijke wettelijke kwalificaties van het al dan niet toekennen van rechtspersoonlijkheid bepleitte – aangevoerd dat de rechtspersoonlijkheid van de N.V. ook onder het oude recht werd aangenomen zonder dat de wet (het WvK 1838) dit expliciet bepaalde.³⁰ Het is evenwel niet zo dat de rechtspersoonlijkheid van de N.V. onder het oude recht van meet af aan is aangenomen. Een paar jaar geleden hebben Timmerman en De Jongh de aandacht gevestigd op de wetenschappelijke richtingenstrijd over deze vraag die zich aan het einde van de 19e eeuw voltrok en die uiteindelijk door een arrest van de Hoge Raad uit 1901 werd beslecht.³¹ De conclusie van Van der Grinten was echter in zoverre juist dat de expliciete erkenning van de rechtspersoonlijkheid van de N.V. als vervat in artikel 37 WvK 1929 geen verandering ten opzichte van de toenmalige rechtsopvatting met zich bracht.

In afwezigheid van een vastomlijnd en eenduidig concept van rechtspersoonlijkheid gaf Van der Heijden een pragmatische invulling aan de ratio van de kwalificatie van de N.V. als rechtspersoon. Hij beschouwde de rechtspersoonlijkheid als een instrument om de contractuele rechtsbetrekking van de N.V. van een absolute werking jegens derden (dat wil zeggen: jegens anderen dan aandeelhouders/vennoten) te voorzien. Hij schreef hierover het volgende: “*De contractuele betrekking tusschen de vennoten kan [bij een N.V.] door en tegen een*

28. E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamlooze Vennootschap*, 7e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: Tjeenk Willink 1962, nr. 50 (“*Aan de theorieën over de rechtspersoonlijkheid zullen wij voorbij gaan.*”). Zie daarvoor E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamlooze Vennootschap*, 6e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: Tjeenk Willink 1955, nrs 51-58. De traditie van beschouwingen over rechtspersoonlijkheid is onlangs weer hersteld met de uitgebreide verhandeling in Asser/Maeijer & Kroeze 2-I*, 9e druk, Deventer: Kluwer 2015, nrs. 2-31.

29. Handboek Van der Heijden 1931, nr. 48.

30. Handboek Van der Grinten 1962, nr. 48.

31. Zie L. Timmerman, ‘Samenwerking, rechtspersoon en het staart schudt hond-verschijnsel’, in L. Timmerman et al (reds.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2011, p. 3-4 met verwijzing naar een recent door J.M. de Jongh herontdekt arrest van de Hoge Raad van 18 januari 1901, *W.* 7553: “*dat de naamlooze vennootschap is een zelfstandig subject van rechten, geheel afgescheiden van de personen harer aandeelhouders.*”

HOOFDSTUK 2

*ieder worden ingeroepen. De oprichters zonderen een deel van hun vermogen af ten dienste van de N.V.. Derden hebben dit te eerbiedigen en missen verhaal daarop voor de eigen schulden der aandeelhouders. Voor de handelingen, welke de aandeelhouders ten name hunner betrekking doen verrichten, missen derden verhaal op aandeelhouders persoonlijk. Zij moeten zich de verwijzing naar het vennootschappelijk vermogen getroosten. De gezamenlijke aandeelhouders nemen dus op een bijzondere wijze deel aan het rechtsverkeer. Zij treden in bijzonderen rechtstoestand jegens derden.”*³² Van der Heijden benaderde het concept van rechtspersoonlijkheid vanuit het perspectief van de gezamenlijke aandeelhouders die via de N.V. deelnamen aan het rechtsverkeer. De rechtspersoonlijkheid strekte in deze benadering tot een vermogensrechtelijke verbijzondering van de hoofdregels van maatschap en vennootschap onder firma waarbij de vennoten immers wel persoonlijk aansprakelijk waren voor de verplichtingen van de vennootschap. Rechtspersoonlijkheid werd hier dus als het ware gebruikt om ordening aan te brengen in de vermogensrechtelijke positie van de gezamenlijke vennoten. De N.V. zelf lijkt slechts een hieraan dienstbare positie te zijn toebedacht.

Alles overziende had Van der Heijden een vrij helder conceptueel beeld van de rechtsfiguur van de N.V.. Zijn beroemde opmerking in het Handboek dat de hoogste macht binnen de N.V. bij de gezamenlijke aandeelhouders berustte³³ lijkt in de betreffende paragraaf slechts terloops te zijn gemaakt, maar deze opmerking is wel consistent met zijn visie op de N.V.. Van der Heijden zag kennelijk geen discontinuïteit in de codificatie van 1929 ten opzichte van de regeling van het WvK 1838. Vanuit het perspectief van het WvK 1838 benaderde hij de N.V. conceptueel als een verbijzonderde vorm van een vehikel tot gezamenlijke deelname van vennoten aan het economisch verkeer. De vennootschappelijke doelomschrijving zoals bepaald door de aandeelhouders nam hierin bij Van der Heijden een centrale plaats in. Hij merkte het doel van de vennootschap (dat wil zeggen de beschrijving van de werkzaamheden of activiteiten ten behoeve waarvan het vennootschappelijk vermogen door de vennoten/aandeelhouders bijeen was gebracht) aan als “*het belangrijkste deel der vennootschappelijke constructie.*”³⁴ Ook ligt het voor de hand dat het ‘belang’ van

32. Handboek Van der Heijden 1931, nr. 49. Dit citaat is in de volgende drukken van het Handboek telkens overgenomen en pas losgelaten in de zevende druk. Zie Handboek Van der Grinten 1962, nr. 49.

33. Handboek Van der Heijden 1931, nr. 202. Van der Heijden lichtte in dezelfde paragraaf deze opmerking summier toe: “*Bij de N.V. is de bevoegdheid tot besluiten voor een deel aan andere organen toevertrouwd dan die tot handelen. De macht tot het vaststellen van den wil, die de vennootschappelijke handeling zal bepalen, komt in hoogsten aanleg aan de aandeelhouders toe. Deze zullen die macht in den regel in algemeene vergadering moeten uitoefenen.*”

34. Ibid, nr. 78.

de N.V. (artikel 51 WvK) in de visie van Van der Heijden als het belang van de gezamenlijke vennoten in het verlengde van de vennootschappelijke doelomschrijving gelegen zou zijn.

Het was ook deze doelomschrijving waarnaar het bestuur zich bij de vervulling van zijn bestuursstaak diende te richten. Hetgeen het bestuur dienstbaar achtte aan verwezenlijking van het door de vennoten bepaalde doel, moest het bestuur doen, hetgeen daarbuiten viel moest het laten. Binnen de grenzen van zijn bestuursstaak was het bestuur zelfstandig en vrij en was hij de N.V. enkel achteraf rekening en verantwoording over zijn handelen verschuldigd. In de visie van Van der Heijden was de zelfstandige bevoegdheid van het bestuur als lasthebber van de N.V. evenwel beperkt tot zaken die tot de gewone dagelijkse bedrijfsuitoefening konden worden gerekend. De besluitvorming over aangelegenheden die daarbuiten vielen behoorde op grond van artikel 43 WvK toe aan de gezamenlijke aandeelhouders via de AVA. Bij de bepaling van wat bij een specifieke N.V. tot de gewone dagelijkse bedrijfsuitoefening behoorde en wat niet was volgens Van der Heijden de statutaire doelomschrijving en het gebruik ervan een belangrijk gezichtspunt.³⁵ Aldus waren het juridisch gezien de gezamenlijke aandeelhouders die bij akte van oprichting (in het toenmalig spraakgebruik ook wel aangeduid als de oprichtingsovereenkomst), al dan niet gewijzigd bij latere statutenwijziging, de lijnen uitzetten voor het speelveld waarin het bestuur zich vrijelijk mocht bewegen. De 'hoogste macht' van Van der Heijden kan dan ook worden begrepen als een uitdrukking van het conceptuele primaat van de gezamenlijke aandeelhouders binnen de contractuele rechtsbetrekking van de N.V..

2.3 De tegenstelling tussen publieke N.V.'s en 'besloten vennootschappen' en de 'hoogste macht' gedachte

2.3.1 *Grote N.V.'s en 'besloten' N.V.'s*

Met de wettelijke regeling in het WvK 1929 lag het fundament voor de verdere (rechts)ontwikkeling van de N.V. vast. De vraag is in hoeverre de toenmalige N.V.'s, althans de grote publieke N.V.'s met een daadwerkelijk verspreid aandelenkapitaal, ooit volledig hebben beantwoord aan het conceptuele beeld van de N.V. als verbijzonderde maatschapsvorm van Van der Heijden. Met name bij de normatieve opvatting dat de hoogste macht binnen de N.V. bij de gezamenlijke aandeelhouders berust vielen vanuit de praktijk de nodige feitelijke kanttekeningen te plaatsen. Reeds voor de codificatie in het WvK 1929 was het

35. Ibid, nr. 233.

HOOFDSTUK 2

voor grote publieke N.V.'s waarvan de aandelen ter beurse werden verhandeld staande praktijk om bepaalde oligarchische regelingen in de statuten op te nemen waarmee de doorslaggevende zeggenschap in de AVA de facto bij anderen kwam te liggen dan de aandeelhouders die in een AVA de meerderheid van het kapitaal van de N.V. vertegenwoordigen.³⁶ Deze doorslaggevende zeggenschap kon op grond van statutaire regelingen toekomen aan een groep minderheidsaandeelhouders, al dan niet via rechten verbonden aan preferente aandelen, of zelfs in zekere mate aan het bestuur zelf zoals in het geval van bepaalde regelingen met betrekking tot bindende voordrachten voor bestuurdersbenoemingen. Deze realiteit was in zoverre ook in de codificatie in het WvK 1929 erkend in de zin dat bepaalde oligarchische regelingen en andere instrumenten waarmee zeggenschap kon worden beperkt expliciet bij wet waren toegelaten, zoals regelingen van degressief stemrecht (artikel 44b WvK) en bindende voordrachtsregelingen (artikel 48a WvK). Doordat dergelijke regelingen in de praktijk vaak werden toegepast – of reeds voor de codificatie in de statuten van de betreffende N.V.'s waren opgenomen – verwijderde de uitvoeringspraktijk zich op deze punten van het wettelijke uitgangspunt van de N.V. als samenwerkingsvorm voor gelijkwaardige vennoten.

Illustratief voor deze verwijdering is de dissertatie van Denijs uit 1936.³⁷ Het verschijnsel van oligarchische clausules en afwijkende zeggenschapsverhoudingen binnen het aandeelhoudersbestand vanwege bijvoorbeeld de aanwezigheid van een klasse preferente aandelen of stapelconstructies was voor Denijs een rechtstreekse aanleiding voor een uitgebreide beschouwing over het stemrecht van aandeelhouders waarbij ook de als gevolg van het gebruik van oligarchische regelingen in de praktijk ontstane vraagstukken werden belicht.³⁸ Hij nam hierbij de bedrijfseconomische praktijk van de toenmalige Nederlandse beursvennootschappen als vertrekpunt. In deze constellatie rezen volgens Denijs geheel nieuwe vragen die bij 'reguliere' N.V.'s niet aan de orde waren. Zo wijdde Denijs een aparte analyse aan het fenomeen van bescherming van minderheidsaandeelhouders.³⁹ Ook gaf hij een uiteenzetting van de wijzen waarop N.V.'s oligarchische stemrechtbeperkingen konden inzetten in verband met "*wering van vreemden*

36. Zie De Jongh 2012, in het bijzonder p. 22-25.

37. M.J. Denijs, *Het stemrecht in de Naamlooze Vennootschap naar Nederlandsch Recht*, diss. Rotterdam 1936, Amsterdam: H.J. Paris 1936.

38. Ibid, p. 1-2 ("*Het zal ook duidelijk zijn, dat er zich gevallen kunnen voordoen, waarbij die macht der aandeelhouders [om rechtstreekse macht uit te oefenen op de gang van zaken in de N.V.] wordt beknot en in verband hiermede zullen reeds aanstonds verschillende problemen op den voorgrond treden (...).*")

39. Ibid, p. 69-89.

invloed’, dat wil zeggen invloed door buitenlandse kapitaaldeelname in Nederlandse N.V.’s.⁴⁰, compleet met een analyse over wanneer een aandeelhouder feitelijk ‘overwegende invloed’ in een beursgenoteerde N.V. zou verkrijgen.⁴¹ Tot slot wijdde Denijs enkele – thans nog modern aandoende – beschouwingen aan onderwerpen zoals speculatiesyndicaten⁴² en ‘*creeping acquisitions*’.⁴³ Deze verhandelingen maken duidelijk dat de leefomgeving van de publieke N.V. een wezenlijk andere was dan die van de niet-beursgenoteerde N.V..

De ‘disconnect’ tussen theorie en praktijk met betrekking tot de interne verhoudingen binnen publieke N.V.’s ten opzichte van de wettelijke regeling in het WvK 1929 kan deels worden verklaard aan de hand van de ontwikkeling in het gebruik van de rechtsvorm van de N.V. door ‘besloten vennootschappen’. De besloten vennootschap was (toen nog) geen wettelijk begrip, maar zij werd door Van der Grinten globaal omschreven als “*de N.V. die voor de voorziening in haar kapitaalbehoefte geen beroep doet op het beleggend publiek.*”⁴⁴ Volgens Van der Grinten betrof het overgrote deel van de N.V.’s in feite besloten vennootschappen, slechts een zeer gering aantal N.V.’s was echt publiek. De groei van het aantal besloten N.V.’s was volgens Van der Grinten onder meer toe te schrijven aan fiscale ontwikkelingen en de eigenschap van rechtspersoonlijkheid die de N.V. ook voor het midden- en kleinbedrijf tot de gewenste ondernemingsvorm maakten ten faveure van de voor de hand liggende rechtsvormen als de maatschap en de vof.⁴⁵ Meer in het algemeen stelde Van der Grinten over besloten vennootschappen het volgende: “*De maatschappelijke realiteit wordt niet weergegeven, als men de N.V. aanduidt als rechtsvorm voor de grote onderneming, die voor haar kapitaalbehoeften een beroep moet doen op het beleggend publiek. De N.V. is in ons land geworden tot de rechtsvorm ook van de middelgrote en kleine onderneming, die met familiekapitaal wordt gedreven.*”⁴⁶

Bovenvermeld citaat raakte precies aan een toenmalige richtingenstrijd in de wetenschap en praktijk over de vraag voor welke ondernemingen de rechtsvorm van de N.V. was bedoeld. Zeylemaker had juist betoogd dat het drijven van een besloten vennootschap in een N.V. neerkwam op oneigenlijk gebruik

40. Ibid p. 105-123. Zie voor de juridische uiteenzetting p. 108, noot 2 (doorlopend tot p. 111).

41. Ibid, p. 114-116.

42. Ibid, p. 61-63.

43. Ibid, p. 107-108.

44. W.C.L. van der Grinten, ‘Is het wenselijk voor de zogenaamde besloten naamloze vennootschap in de civielrechtelijke wetgeving bijzondere voorzieningen te treffen, al dan niet met invoering van een afzonderlijke rechtsvorm?’, preadvies Nederlandse Juristen Vereniging, Zwolle: Tjeenk Willink 1953, p. 45.

45. Ibid, p. 47-50.

46. Ibid, p. 46.

HOOFDSTUK 2

van de rechtsvorm.⁴⁷ In zijn visie was de N.V. juist ontwikkeld als vehikel voor het ‘grootbedrijf’: *“De aandelenmaatschappij, zoals die zich historisch heeft ontwikkeld, is een onderneming, die wordt gedreven door een groep van ondernemers, die zich de plaatsen in bestuur en commissariaat voorbehouden, en een groep van beleggers, die het geld fourneren in de hoop van de kundigheid en het geluk van de ondernemingsgroep te kunnen profiteren.”*⁴⁸ Volgens Zeylemaker markeerden de codificaties van 1838 en 1929 een discontinuïteit ten opzichte van het verleden in de zin dat onder de regeling in het WvK de zienswijze dominant raakte dat de N.V. *“een vereniging van aandeelhouders is, die hun gemeenschappelijke zaak laten besturen en beheren door hun lasthebbers, de bestuurders.”*⁴⁹ Zeylemaker hekelde het feit dat onder het WvK het conceptuele primaat binnen de N.V. aan de aandeelhouders toekwam, terwijl aandeelhouders in publieke N.V.’s in zijn visie niet zozeer als samenwerkende vennoten, maar slechts als beleggers kwalificeerden. Omdat deze beleggers zich wel van hun vennootschapsrechtelijke bevoegdheden onder het WvK konden bedienen ten einde een oneigenlijke macht over de onderneming naar zich toe te trekken door een meerderheid in de AVA te verwerven, was het volgens Zeylemaker voor de ‘ondernemersgroep’ noodzakelijk om zich tegen deze invloed vanuit aandeelhouders te weren met middelen zoals oligarchische clausules, stemrechtbeperkingen en aangepaste vennootschapsconstructies.⁵⁰

In de visie van Zeylemaker was de praktijk voor publieke N.V.’s dus afgedreven van het juridisch kader van de regeling in het WvK 1929 omdat deze wettelijke regeling de aard en bijzondere omstandigheden van de publieke N.V. miskende en als gevolg hiervan slecht hierop aansloot. Zeylemaker bepleitte daarom een kentering in juridisch inzicht in de zin dat de gedachte dat de gezamenlijke aandeelhouders als zijnde ‘mede-eigenaren’ de hoogste macht binnen de N.V. zouden vormen plaats diende te maken voor de erkenning van een positie van het bestuur als ‘trustee’ *“welke de mogelijkheden voor de aandeelhouders terugdringt tot een optreden, wanneer hun belegging bedreigd wordt.”*⁵¹

47. Jb. Zeylemaker Jzn., ‘Verleden, heden en toekomst van de Naamloze Vennootschap, *RM Themis* 1945/46, p. 581-665, in het bijzonder op p. 641-651.

48. Ibid, p. 602.

49. Ibid, p. 600.

50. Ibid, p. 606-607.

51. Ibid, p. 657. Overigens bepleitte Zeylemaker een overkoepelende oplossing waarbij de activiteiten van grote ondernemingen in een geleide planeconomie van overheidswege aangestuurd zouden worden teneinde de algemene belangen te doen waarborgen. Zie *ibid*, p. 658-662.

2.3.2 *Nieuwe interpretatie van artikel 47 WvK*

De beschouwingen van Van der Grinten en Zeylemaker maken duidelijk dat er zich onder het dak van de rechtsvorm N.V. uiteenlopende diersoorten bevonden, met als uitersten enerzijds de grote publieke N.V. waarvan de aandelen aan de beurs werden verhandeld en anderzijds de besloten familievennootschap waarin vanuit kleine kring met eigen middelen een onderneming werd gedreven en waarin de vennoten veelal als mede-ondernemers optraden. De vraag voor welke van deze verschillende vormen van ondernemingen de rechtsvorm van de N.V. primair was bedoeld, kwam in de preadviezen van de NJV van 1953 indirect aan de orde in het debat over de vraag of voor de besloten vennootschappen een aparte wettelijke regeling nodig was. Van der Grinten schreef hierover: *“Ons geldend N.V.-recht houdt geen bepalingen in, die voor de besloten vennootschap beter ongeschreven hadden kunnen blijven. Aan een bevredigende inrichting van de besloten vennootschap staat ons N.V.-recht niet in de weg. Wellicht mag men zelfs poneren, dat ons N.V.-recht veelmeer is ingesteld op de besloten dan op de open vennootschap.”*⁵² Wel merkte hij nog op: *“Voor een eigen rechtsvorm zal echter slechts dan aanleiding bestaan, indien men voor de open N.V. een regeling wil, die in belangrijke mate afwijkt van hetgeen voor de besloten vennootschap als richtig recht kan worden aangemerkt.”*⁵³ Voor Van der Grinten was de wettelijke regeling van de N.V. dus bedoeld voor besloten vennootschappen en niet zozeer voor publieke N.V.'s. Uit het feit dat de vergadering van de NJV de vraag naar de wenselijkheid voor een eigen rechtsvorm voor besloten vennootschappen met algemene stemmen verwierp⁵⁴ mag worden opgemaakt dat deze opvatting kennelijk breed werd gedeeld.

Dat de N.V. als de geëigende rechtsvorm voor besloten vennootschappen werd beschouwd, stond er niet aan in de weg dat zij in de rechtsontwikkeling op bepaalde onderdelen gaandeweg een meer open karakter kreeg. De eerste sporen waren reeds zichtbaar in de eerste door Van der Grinten bewerkte druk van het Handboek uit 1946. Zo nam Van der Grinten afstand van het standpunt van Van der Heijden dat de zelfstandige bestuursmacht van artikel 47 WvK zich alleen zou uitstrekken tot zaken die tot de gewone dagelijkse bedrijfsuitoefening werden geacht te behoren. Van der Grinten merkte hierover op: *“Deze opvatting is*

52. Van der Grinten 1953, p. 97. Tijdens de behandeling van het preadvies van Van der Grinten merkte Sanders ook nog op dat de wetgever bij de regeling van de N.V. in 1928 speciaal de besloten N.V. voor ogen had gestaan. Zie de Handelingen van de Nederlandse Juristen Vereniging, voordracht P. Sanders, tweede zitting van zaterdag 27 juni 1953, Zwolle: Tjeenk Willink 1953, p. 159.

53. Van der Grinten 1953, p. 99.

54. Handelingen NJV 1953, p. 193 (vraagpunt 1).

HOOFDSTUK 2

*bij de huidige ontwikkeling van het vennootschapswezen moeilijk te verdedigen. Zij zou beteekenen, dat voor aankoop van een nieuwe fabriek, voor vestiging van een buitenlandsch kantoor, voor verkoop van een onroerend goed door een N.V. die zich niet bezighoudt met exploitatie van onroerende goederen, een besluit van de algemeene aandeelhoudersvergadering vereischt is. Zulks is in strijd met hetgeen in de practijk geschiedt. Zeker in de publieke N.V. pleegt het bestuur dergelijke handelingen op eigen gezag te verrichten.”*⁵⁵ Deze wijziging in rechtsopvatting betekende dat de zelfstandige bestuursbevoegdheid van het bestuur onder artikel 47 WvK werd geacht te zijn uitgebreid, wat per definitie tevens inhield dat de restbevoegdheid van de AVA onder artikel 43 WvK in gelijke mate zou zijn afgenomen. Opmerkelijk is dat Van der Grinten hier geen onderscheid maakte tussen de besloten N.V. en de publieke N.V.. Hij signaleerde weliswaar dat de praktijk in ieder geval bij de publieke N.V. al zodanig was ontwikkeld dat de bevoegdheid tot het zelfstandig verrichten van bestuurshandelingen niet slechts tot de gewone dagelijkse bedrijfsuitoefening was beperkt, maar de wijziging in opvatting van Van der Grinten strekte zich kennelijk ook uit tot besloten vennootschappen. Op dit punt signaleerde Van der Grinten dus een zekere verwijdering tussen bestuur en AVA in de N.V., ook bij besloten vennootschappen.

Van der Grinten hield wel vast aan de conceptuele visie van Van der Heijden op de N.V. als bijzondere uitwerking van de maatschap. Van der Heijden's kwalificaties van de N.V. als een contractuele rechtsbetrekking⁵⁶ en een vorm van vereniging⁵⁷ en zijn functionele benadering van de eigenschap van rechtspersoonlijkheid als instrument van vermogensrechtelijke ordening om de gezamenlijke aandeelhouders op bijzondere wijze aan het rechtsverkeer te laten deelnemen⁵⁸ werden door Van der Grinten onverkort gehandhaafd. Ook hield Van der Grinten ondanks zijn afwijkende opvatting over de reikwijdte van de bestuursmacht van artikel 47 WvK vast aan Van der Heijden's algemene stelling dat de hoogste macht in de N.V. bij de gezamenlijke aandeelhouders berustte.⁵⁹ Hij ging zelfs nog een stap verder. In het kennelijke verlengde van de 'hoogste macht'-gedachte stelde Van der Grinten zich op het standpunt dat de AVA de bestuursmacht kon beperken door het geven van een expliciete

55. Handboek Van der Grinten 1946, nr. 233. Van der Grinten beriep zich ter onderbouwing voorts op de opvattingen van het Departement, dat volgens hem bezwaar zou maken tegen statutaire beperking van de bestuursbevoegdheid tot enkel de gewone dagelijkse bedrijfsuitoefening..

56. Handboek Van der Grinten 1946, nr. 42.

57. Ibid, nr. 43.

58. Ibid nr. 49.

59. Ibid, nr. 202.

instructie: “*Beperkingen in dier voege, dat den bestuurder wordt opgedragen een bepaalde handeling te stellen of na te laten, zijn naar onze meening wel toelaatbaar. Op de beheers- en bestuursmacht van den bestuurder wordt hiermede geen inbreuk gemaakt.*”⁶⁰

Kennelijk zocht Van der Grinten naar een nieuw evenwicht tussen bestuur en AVA in de N.V.. Daarbij leek hij toch vooral vast te houden aan de grondgedachte van Van der Heijden waarin de N.V. vooral als een instrument in dienst van haar vennoten/aandeelhouders werd gezien. Waar bij Van der Heijden de bevoegdheid van het bestuur een wezenlijke afbakening vond in de beperking tot slechts de dagelijkse bedrijfsvoering, strekte deze bevoegdheid in de visie van Van der Grinten zich ook uit tot aangelegenheden die eerder werden geacht tot de bevoegdheid van de gezamenlijke vennoten te behoren. Als tegenhanger voor deze ruimere bestuursbevoegdheid had het bestuur in de visie van Van der Grinten echter wel te dulden dat de gezamenlijke aandeelhouders concrete instructies konden geven waarbij het bestuur vervolgens gehouden was om deze instructies uit te voeren. In deze systematiek zou de AVA nog altijd een vorm van doorslaggevende invloed over het handelen van het bestuur kunnen uitoefenen. In een besloten N.V. zou voorstelbaar zijn dat de AVA bij (meerdeheids)besluit door middel van het geven van een concrete instructie invloed op het bestuur zou kunnen uitoefenen. Bij publieke N.V.’s zou de situatie dat de AVA tot een dergelijk meerderheidsbesluit kon komen zich vanwege de spreiding van het aandelenbezit en mogelijk afwijkende zeggenschapsverhoudingen in de AVA als gevolg van de aanwezigheid van bijvoorbeeld een klasse preferente aandelen naar alle waarschijnlijkheid minder snel voordoen. De door Van der Grinten aangevoerde instructiebevoegdheid van de AVA ten opzichte van het bestuur was dus van weinig praktisch belang in de context van publieke N.V.’s, maar kon wel een rol spelen in besloten verhoudingen. In zoverre was de ‘hoogste macht’ gedachte in ieder geval voor besloten vennootschappen nog altijd actueel.

2.4 De eerste ontwikkeling: het Doetinchemse Ijzergieterij-arrest (HR 1 april 1949)

Tegen de hierboven geschetste achtergrond wees de Hoge Raad op 1 april 1949 het inmiddels beroemde arrest inzake *Doetinchemse Ijzergieterij*.⁶¹ Tegenwoordig wordt het arrest beschouwd als de basis van het leerstuk van het vennootschappelijk belang als richtsnoer voor de taakvervulling van bestuurders en

60. Ibid, nr. 237.

61. HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 m.nt. Ph.A.N. Houwing (*Doetinchemse Ijzergieterij*).

HOOFDSTUK 2

commissarissen⁶² en is de centrale rechtsregel van het arrest gecodificeerd in artikel 2:140 BW (voor commissarissen) en sinds 1 januari 2013 in artikel 2:129 BW (voor bestuurders). Achteraf gezien markeerde het arrest een breuklijn in de rechtsontwikkeling waarmee de N.V. – ook voor besloten vennootschappen – normatief en juridisch gezien definitief in de richting van een zelfstandig instituut zou opschuiven. Destijds stuitte het arrest op felle kritiek vanuit de wetenschap en het zou nog jaren duren voordat de in het arrest neergelegde rechtsregels algemeen zouden worden aanvaard.

2.4.1 Casus

De casus die aan het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest ten grondslag lag, betrof een besloten N.V.. Het geschil draaide om een uitgifte van nieuwe aandelen die zodanig was gestructureerd dat de meerderheidsaandeelhouder in de N.V. Doetinchemse Ijzergieterij (N.V. Uitgevers Maatschappij C. Misset) geen van deze nieuw uitgegeven aandelen had kunnen verwerven, waardoor haar meerderheidsbelang in de N.V. Doetinchemse Ijzergieterij verwaterde tot een minderheidsbelang, en zij ook overigens pas naderhand van de aandelenuitgifte in kennis was gesteld. Tot het doen van de uitgifte van aandelen op deze wijze en onder deze voorwaarden was besloten door de RvC van de Doetinchemse Ijzergieterij, waaraan bij statuten de bevoegdheid tot het vaststellen van de voorwaarde bij uitgifte van nieuwe aandelen was toegekend. Een wettelijk voorkeursrecht voor zittende aandeelhouders bij uitgifte van aandelen (het huidige artikel 2:96a BW) was in de toenmalige regeling in het WvK niet voorzien. Misset had geen kennis van het voorgenomen emissiebesluit en was ook niet door de RvC in de gelegenheid gesteld om in de emissie te participeren, ondanks het feit dat Misset blijkens haar eigen stellingen in de procedure bereid en in staat zou zijn geweest om voor een met zijn aandelenbelang corresponderend pro rata aantal nieuwe aandelen in de kapitaalmissie mee te doen. Saillant detail was dat de commissarissen tegelijk met het voorbijgaan aan Misset ook hadden besloten om de nieuwe aandelen deels aan leden van de RvC zelf toe te kennen. Inzet van de procedure was voor Misset een vordering in kort geding tot schorsing van de aan de nieuw uitgegeven aandelen verbonden rechten totdat in een bodemprocedure over de nietigheid van het uitgiftebesluit van de RvC zou zijn beslist. De verwijten die partijen elkaar over en weer in de procedure hebben gemaakt zijn niet volledig kenbaar uit het arrest, maar het lijkt erop dat Misset zich op het standpunt heeft gesteld dat de emissie alleen was bedoeld om de commissarissen en enkele ingewijden van de verbeterde (financiële positie) van de vennootschap te laten profiteren, terwijl de vennootschap in verweer heeft betoogd dat de emissie en de wijze waarop deze is uitgevoerd noodzakelijk

62. Zie bijvoorbeeld Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 394.

was vanwege de vrees dat Misset bij het voortduren van haar meerderheidspositie deze positie zou misbruiken ten gunste van haar privébelangen. Wat hier ook van zij, de president in kort geding oordeelde dat het aannemelijk was dat er zakelijke gronden voor de uitgifte waren in de zin dat het bedrijf na enkele verliesjaren met aanvullend kapitaal weer op gang moest worden gebracht en dat de emissiekoers voorshands redelijk leek. Misset is hier in hoger beroep niet meer op teruggekomen, waardoor de grondslag in cassatie buiten behandeling kon blijven.

De president van de Rechtbank had de vordering van Misset in kort geding afgewezen, maar in hoger beroep wees het Hof de vordering alsnog toe. In cassatie kreeg de Hoge Raad allereerst te beslissen over de rechtsvraag of er uit de aard van de vennootschappelijke overeenkomst dan wel uit de beginselen van billijkheid en goede trouw een ‘grondrecht’ bestond op het mogen participeren in emissies door aandeelhouders met het oog op het in stand houden van hun winstgerechtigdheid en/of hun relatieve zeggenschapspositie. De Hoge Raad beantwoordde deze vraag met een beroep op de wetsgeschiedenis bij het WvK 1929 ontkennend. Aandeelhouders die een voorkeursrecht bij uitgiftes wilden verzekeren dan wel op andere wijze een bestaande meerderheidspositie wilden beschermen moesten dit volgens de Hoge Raad in de statuten regelen. Is, volgens de Hoge Raad, de emissiebevoegdheid in de statuten aan de RvC toegekend, zoals in dit geval, dan zijn de commissarissen bevoegd “*om de plaatsing der aandelen te bewerkstelligen op de wijze als zij in het belang der vennootschap geraden oordelen*”.⁶³ Dit werd volgens de Hoge Raad niet anders door de enkele omstandigheid dat een aandeelhouder zoals Misset reeds de meerderheid van de uitstaande aandelen had verworven. De klacht van Misset dat de RvC geen besluit had mogen nemen dat inging tegen de belangen van de meerderheidsaandeelhoudster werd door de Hoge Raad dan ook verworpen. Hieraan wijdde de Hoge Raad een principiële overweging: “*dat evenwel commissarissen, rechten uitoefenende, die hun als orgaan der vennootschap zijn toegekend, zich hebben te richten naar het belang der vennootschap en dit moeten doen overwegen, indien dit naar hun oordeel in botsing komt met belangen van welken aandeelhouder ook.*”⁶⁴

2.4.2 Ontvangst en commentaar

In zijn noot bij het arrest trachtte Houwing enige nuance aan te brengen in de overweging van de Hoge Raad dat bij afwezigheid van een statutair voorkeursrecht het tot uitgifte bevoegde orgaan geheel vrij is om naar eigen inzicht van de emissiebevoegdheid gebruik te maken en aldus bij de uitoefening van

63. HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*).

64. Ibid.

HOOFDSTUK 2

deze bevoegdheid niet gebonden zou zijn aan het belang van een (meerderheids) aandeelhouder tot instandhouding van een bestaande machtsverhouding. Volgens Houwing zou dit anders liggen indien de machtsverhouding binnen de AVA op een overeenkomst zou berusten. Een dergelijke overeenkomst zou in de visie van Houwing veelal kunnen worden afgeleid uit de omstandigheden waaronder de oprichting van de N.V. plaatsvond. Zelfs indien een dergelijke overeenkomst geheel afwezig zou zijn, zou volgens Houwing een uitgiftebesluit dat niet door een kapitaalbehoefte was ingegeven, maar enkel tot doel had een wijziging in de machtsverhouding in de AVA aan te brengen “*licht in strijd met den aard der vennootschapsovereenkomst, de billijkheid en de goede trouw zijn.*”⁶⁵

Van der Grinten ging in zijn commentaar bij het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest in *De N.V.* nog verder.⁶⁶ Hij benadrukte in lijn met Houwing het belang van de redelijkheid als beperking voor de beslissingsvrijheid van de commissarissen bij het uitoefenen van hun emissiebevoegdheid⁶⁷ en stelde in aanvulling daarop dat het in zijn visie ontoelaatbaar was om een wijziging in de machtspositie in de N.V. aan te brengen door middel van een aandelenuitgifte wanneer de grootste aandeelhouder bereid is en in staat is om in een dergelijke uitgifte te participeren. Het voornaamste bezwaar van Van der Grinten was echter principieel van aard: hij verwierp het onderscheid dat de Hoge Raad impliciet aanbracht tussen het belang van de vennootschap enerzijds en het belang van haar aandeelhouders anderzijds. Voor besloten N.V.’s achtte Van der Grinten dit een onjuiste voorstelling van zaken: “*Als vennootschap is zij [de besloten N.V.] noodzakelijk gericht op haar aandeelhouders. Zij is voor aandeelhouders een middel; zij is niet doel in zichzelf. Het belang dezer vennootschap is, zolang het vennootschapskarakter bewaard blijft, geen ander dan het gemeenschappelijk belang der aandeelhouders. Nu kan uiteraard het gemeenschappelijk belang der aandeelhouders niet stroken met het belang van een individuele aandeelhouder. Bij de bepaling van hetgeen het gemeenschappelijk belang van aandeelhouders is, moet echter het belang van de meerderheid zwaarder wegen dan dat*

65. Noot Ph.A.N. Houwing bij HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*), nr. 2.

66. W.C.L. van der Grinten, ‘Uitgifte van nieuwe aandelen en voorkeursrecht’, *De N.V.* 1949, p. 121-124.

67. In dit verband verzuchtte Van der Grinten zelfs: “*Het is te hopen, dat dit arrest van de Hoge Raad geen school zal maken. De moraliteit in ons vennootschapswezen is hierbij in het geding. Wanneer de vrijheid van beslissing van vennootschapsorganen zover wordt doorgevoerd, dat deze niet meer haar grenzen vindt in de objectieve redelijkheid, wordt de deur open gezet voor intriges.*” Zie Van der Grinten 1949, p. 123. Het zou bepaald anders lopen, zij het dat het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest op een ander punt school zou maken dan Van der Grinten had voorzien.

van de minderheid.”⁶⁸ Van der Grinten benadrukte hier het vennootschappelijk karakter van de besloten N.V.. Volgens hem was in deze context geen plaats voor een ander belang dan het belang van de gezamenlijke vennoten/aandeelhouders.⁶⁹ Wel erkende Van der Grinten dat dit ‘vennootschappelijk karakter’ vrijwel geheel verloren was in de publieke N.V.: “*Het moge juist zijn dat de publieke N.V. zich meer en meer ontwikkeld heeft tot een instelling, die een geheel eigen leven leidt en waarbij de positie van aandeelhouders niet anders is dan die van kapitaalverschaffers.*”⁷⁰

Of Van der Grinten met het laatstgenoemde citaat impliciet heeft willen aangeven dat het belang van de vennootschap bij een publieke N.V. wél iets anders kon zijn dan het belang van de gezamenlijke aandeelhouders, wordt uit de tekst niet duidelijk. In een later artikel uit 1952 lijkt hij dit tegen te spreken.⁷¹ Hierin overwoog Van der Grinten in algemene zin het volgende: “*De N.V. is vennootschap, hetgeen betekent dat in haar belichaamd is een samenwerking van vennoten tot bereiking van hun stoffelijk voordeel, (...). Uit het doel der vennootschap volgt, dat haar belang onlosmakelijk verbonden is aan het belang van haar aandeelhouders. De N.V. heeft geen volstrekt eigen belang. Zij is rechtspersoon, doch deze verzelfstandiging gaat niet zover, dat zij los komt te staan van haar leden. Zij is de rechtens verpersoonlijkte band tussen haar leden. Of van een andere kant benaderd, de vennootschap heeft ten aanzien van haar aandeelhouders een dienende functie. Het werkelijke belang der vennootschap is het belang der gezamenlijke leden. Naar mijn mening bestaat hier een volstrekte identiteit. Zij volgt logisch uit het wezen van de vennootschap.*”⁷² De algemene strekking van deze stelling doet vermoeden dat Van der Grinten’s observatie ook op de publieke N.V. van toepassing zou zijn. Men zij erop bedacht dat Van der Grinten het N.V.-recht voornamelijk vanuit het perspectief van de besloten N.V. benaderde.⁷³ Of hij bij de hierboven weergegeven beschrijving van het belang van de N.V. mede de publieke N.V. voor ogen heeft gehad, staat dus allerminst vast.

68. Van der Grinten 1949, p. 123.

69. Aan het slot van zijn beschouwing (p. 124) haalde Van der Grinten nog de opvatting aan dat commissarissen “*in de structuur van ons vennootschapsrecht (...) gezien moeten worden als de vertrouwenslieden van aandeelhouders, die namens hen het toezicht op het bestuur der vennootschap uitoefenen.*” Van der Grinten maakt hier geen onderscheid tussen de besloten N.V. en de publieke N.V.. Uit de tekst wordt niet duidelijk of Van der Grinten het onderscheid op deze plaats bewust heeft weggelaten of dat hij een dergelijk onderscheid wel heeft bedoeld.

70. Van der Grinten 1949, p. 123.

71. W.C.L. van der Grinten, ‘Het belang van de N.V.’, De N.V. 1952, p. 85-88, in C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Van der Heijden-reeks nr. 77, Deventer: Kluwer 2004, p. 341-348.

72. Van der Grinten 1952, p. 343.

73. Zie Van der Grinten 1953, pp. 46 en 97.

HOOFDSTUK 2

Ook in latere geschriften heeft Van der Grinten zijn kritische opstelling ten aanzien van het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest gehandhaafd.⁷⁴ Zijn kritiek zag echter niet zozeer op de ‘belang van de vennootschap’-maatstaf die de Hoge Raad voor de uitoefening van bevoegdheden van commissarissen had aangelegd, maar enkel op de wijze waarop de Hoge Raad in het concrete geval invulling aan deze maatstaf had gegeven door het laten passeren van het betreffende emissiebesluit. Met de formulering van het begrip ‘belang van de vennootschap’ als zodanig lijkt Van der Grinten weinig moeite te hebben gehad, althans hij lijkt dit niet als een nieuw element in de rechtsontwikkeling te hebben gezien. In 1952 merkte hij hierover op: “*De organen van de N.V. moeten zich bij haar besluiten en daden laten leiden door het belang der vennootschap. Algemeen wordt dit in de praktijk van ons vennootschapswezen erkend, hetgeen iets anders is, of ook inderdaad steeds dienovereenkomstig wordt gehandeld. Erkenning in woord en geschrift vindt echter voortdurend plaats.*”⁷⁵ De notie van het belang van de vennootschap was ook niet nieuw. Zij kwam ook voor 1949 reeds in de literatuur voor, al werd de term toentertijd nog gebruikt als synoniem voor het gezamenlijk belang van de vennoten.⁷⁶ Van der Grinten achtte dus waarschijnlijk de aangelegde maatstaf juist, alleen de concrete toepassing in het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest niet. Het was Löwensteyn in zijn dissertatie uit 1959 die kritische kanttekeningen plaatste bij de richtsnoer van het belang van de vennootschap. Volgens Löwensteyn was het belang van de vennootschap niet de juiste maatstaf voor het uitoefenen van bevoegdheden van bestuurders en commissarissen die de aard en omvang van de samenwerking van de N.V. raken.⁷⁷ Hoewel anders geformuleerd lijkt deze opvatting van Löwensteyn materieel gezien met de (toenmalige) opvatting van Van der Grinten overeen te komen. Wel stelde Löwensteyn expliciet dat het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest in zijn opvatting niet als vaste jurisprudentie moest worden beschouwd.⁷⁸ Gezien de ontwikkelingen die erna zouden volgen, heeft deze opvatting van Löwensteyn geen stand gehouden.

74. Zie Van der Grinten 1953, p. 78. Zie voorts Handboek Van der Grinten 1955 en Handboek Van der Grinten 1962, nr. 164 noot 1 waarin hij verwijst naar het “*m.i. minder bevredigend arrest*”.

75. Van der Grinten 1952, p. 341.

76. Zie bijvoorbeeld Denijs 1936, p. 16: “*Bij de beantwoording der vraag of het individuele belang der aandeelhouders heeft te wijken voor het vennootschapsbelang, zal de rechter niet het belang der vennootschap op zichzelf moeten beschouwen, doch dit uitsluitend zien als middel om het opzet der vennoten te verwezenlijken, terwijl niet als vennootschapsbelang moet worden begrepen datgene wat de meerderheid als zoodanig aanneemt, doch het algemeen belang der vennootschap, het belang van alle aandeelhouders.*”

77. F.J.W. Löwensteyn, *Wezen en bevoegdheid van het bestuur van de vereniging en de naamloze vennootschap*, diss. Amsterdam 1959, Zwolle: Tjeenk Willink 1959, p. 238-239.

78. Ibid, p. 239.

2.5 De tweede ontwikkeling: het Forumbank-arrest (HR 21 januari 1955)

De eerste vraag die men zich bij het duiden van het arrest van de Hoge Raad van 21 januari 1955 inzake *Forumbank*⁷⁹ dient te stellen, is de vraag of dit arrest wel een ontwikkeling markeert. Afgaande op de tegenwoordige literatuur lijkt dit wel het geval te zijn. Het *Forumbank*-arrest wordt tegenwoordig aangehaald als de bron voor de rechtsregel dat de AVA niet de bij wet en statuten getrokken grenzen van haar bevoegdheden mag overschrijden.⁸⁰ Hiermee wordt impliciet de indruk gewekt dat een dergelijke bevoegdheidsoverschrijding door de AVA vóór de datum van het *Forumbank*-arrest wel zou zijn toegestaan. Ook wordt het arrest ingeroepen als grondslag voor het leerstuk van de bestuurszelfstandigheid, dat wil zeggen het idee dat het bestuur van een N.V. binnen de wettelijke en statutaire grenzen van zijn taak niet gebonden is aan instructies van de AVA, de RvC of een ander orgaan van de vennootschap.⁸¹ Ook dit doet veronderstellen dat de situatie voor 1955 een andere was, wat afgaande op de in 1946 door Van der Grinten in zijn eerste bewerking van het Handboek gemaakte opmerkingen over dit onderwerp op het eerste gezicht ook aannemelijk lijkt.⁸² Tot slot wordt het *Forumbank*-arrest door bepaalde schrijvers als een van de bepalende factoren voor de verschuiving in juridische duiding van de N.V. beschouwd waarbij de contractuele opvatting van de N.V. als bijzondere vorm van maatschap gaandeweg is verlaten voor een institutionele opvatting (zie hierna §2.6).⁸³ Bij nadere beschouwing blijkt dat het belang van het *Forumbank*-arrest voor de toenmalige rechtsontwikkeling enigszins kan worden gerespectueerd. Wellicht kan hiermee ook meteen worden verklaard waarom het vier jaar heeft geduurd voordat de uitspraak destijds is gepubliceerd.

79. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*). In latere literatuur is wat verwarring ontstaan over de identiteit van de annotator. Hierover F.G.K. Overkleeft, 'De Bröring-test', *MvO* 2015, p. 47-48.

80. Zie bijvoorbeeld Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 316 en Van Schilf-gaarde/Winter/Wezeman 2013, nr. 62.

81. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 413, Van Schilf-gaarde/Winter/Wezeman 2013, nr. 42 en Pitlo-Raaijmakers 2006, p. 313. Zie voorts M.J.G.C. Raaijmakers, 'Forumbank (1955) Revisited', *AAe* 2006, p. 522-529.

82. Handboek Van der Grinten 1946, nr. 237.

83. Het meest uitgesproken in deze duiding van het *Forumbank*-arrest is Raaijmakers Sr. Zie reeds Raaijmakers Th. 1987, p. 5 en later Raaijmakers Th. 2006. Ook Van Schilf-gaarde plaatst het *Forumbank*-arrest nadrukkelijk in de context van de ontwikkeling van de institutionele opvatting, zij het dat niet duidelijk is welk gewicht hij in dit kader precies aan het arrest toekent. Zie P. van Schilf-gaarde, 'De opbouw van het vennootschapsrecht', in P.H.J. Essers et al. (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 410 en noot 6 aldaar.

HOOFDSTUK 2

2.5.1 Casus

Het geschil dat aanleiding gaf tot het *Forumbank*-arrest draaide om een inkoop van aandelen door de N.V. Forumbank. Uit het arrest en de annotatie blijkt niet of het hier een besloten dan wel een open N.V. betrof, maar afgaande op het in het arrest weergegeven aandelenverhouding lijkt de N.V. een overwegend besloten karakter te hebben gehad. Twee aandeelhouders van de N.V. Forumbank wensten dat de N.V. Forumbank een groot aantal van door deze aandeelhouders gehouden aandelen zou inkopen. Hiertoe riepen zij een AVA bijeen met op de agenda een voorstel tot inkoop van de betreffende aandelen. Ondanks protest vanuit het bestuur van de N.V. en vanuit andere aandeelhouders werd het betreffende voorstel door de AVA aangenomen. Onder het toenmalige WvK kwam echter de bevoegdheid tot inkoop van aandelen toe aan het bestuur, niet aan de AVA. Deze bevoegdheid kon wel bij statuten aan de AVA worden toegekend, maar de statuten van de N.V. Forumbank zwegen kennelijk hierover. De aandeelhouders op voorstel van wie het inkoopbesluit was genomen, waren zich er blijkens het arrest van bewust dat het door de AVA genomen inkoopbesluit nog uitvoering van het bestuur behoefde (dat wil zeggen het feitelijk verrichten van de inkoop), maar volgens hen was het bestuur op grond van het door de AVA genomen besluit zonder meer verplicht om tot uitvoering over te gaan. Het inkoopbesluit van de AVA werd door deze aandeelhouders dus beschouwd als een bindende instructie aan het bestuur om de door de AVA besloten inkoopphandeling uit te voeren.

Twee minderheidsaandeelhouders stelden daarop een vordering in bij de Rechtbank tot nietigverklaring van het door de AVA genomen inkoopbesluit. Zowel de Rechtbank als ook het Hof stelden de minderheidsaandeelhouders in het gelijk en verklaarden het inkoopbesluit van de AVA nietig. Eén van de meerderheidsaandeelhouders op wiens instigatie het bestreden inkoopbesluit was genomen ging in cassatie. Blijkens het arrest had de eiser in cassatie de stelling verdedigd “*dat de algemene vergadering, ondanks het feit dat de inkoop van eigen aandelen in het algemeen tot de bevoegdheid van de directie behoort, bevoegd is aan de directie opdracht te geven een bepaald aantal eigen aandelen voor een bepaalden prijs van bepaalde verkopers te kopen, en wel omdat de bestuurders ondergeschikt zijn aan de naamloze vennootschap en de algemene vergadering de hoogste macht in de naamloze vennootschap bezit.*”⁸⁴ De Hoge Raad overwoog in een principiële overweging dat deze stelling onjuist was, aangezien “*ook de algemene vergadering de bij wet en statuten getrokken grenzen*

84. HR 21 januari 1955, NJ 1959, 43 (*Forumbank*).

harer bevoegdheid niet mag overschrijden.”⁸⁵ Nu het Hof reeds had geconstateerd, dat de bevoegdheid tot inkoop van aandelen bij het bestuur van N.V. Forumbank berustte, achtte de Hoge Raad het dus voor de AVA niet toegestaan om op deze bevoegdheid inbreuk te maken.

2.5.2 *Ontvangst en commentaar*

Het zou tot 1959 duren voordat het *Forumbank*-arrest via de annotatie van Hijmans van den Bergh in de *NJ* enige bekendheid in juridische kringen verwierf. In zijn noot plaatste Hijmans van den Bergh de centrale implicatie van het arrest – het feit dat het bestuur niet gehouden is om specifieke instructies van de AVA op te volgen – in de context van een bredere beschouwing over de machtsverdeling binnen de N.V.. Hij constateerde met kennelijke instemming dat de Hoge Raad de door de eiser aangevoerde bewering dat de AVA de ‘hoogste macht’ in de N.V. zou zijn en de stelling dat bestuurders ondergeschikt aan de N.V. zouden zijn had verworpen. In het verlengde hiervan merkte Hijmans van den Bergh op dat Van der Grinten inmiddels ook zijn eerder in het Handboek verkondigde opvattingen over het wezen van de gezamenlijke aandeelhouders als de hoogste macht binnen de N.V. en over de aanvaardbaarheid van concrete bindende instructies van de AVA aan het bestuur in zijn nieuwe bewerking van het Handboek had herzien. Tot slot stelde Hijmans van den Bergh dat het arrest zijns inziens goed aansloot bij de praktijk in de zin dat de Hoge Raad afstand zou hebben genomen van het idee van de AVA als ‘hoogste macht’ en daarmee van het karakter van de N.V. als gekwalificeerde maatschap: “*Naar ons positieve recht is de maatschapsconstructie ongetwijfeld juist, maar zij is m.i. in strijd met de huidige sociaal-economische werkelijkheid, waarin ‘de N.V.’, – ook die, zie het arrest, met een gering aantal aandeelhouders – niet anders is, dan een doelvermogen, bestuurd en vertegenwoordigd door de directie – den ‘manager’ – terwijl de ‘vennoten’ alleen een (wenselijke en noodzakelijke) algemene controle hebben, doch het zakelijk beleid kunnen noch mogen bepalen. De directeur, ‘manager’, voelt voor het bedrijf, de aandeelhouder voor het dividend. Vandaar de prioriteitsaandelen en de oligarchische clausules.*”⁸⁶ Hijmans van den Bergh zag daarmee in het *Forumbank*-arrest een bevestiging van zijn visie dat de maatschapsgedachte in het N.V.-recht zoals gepropageerd door Van der Heijden niet overeenkwam met de werkelijkheid. Volgens hem had de Hoge Raad deze visie nu verlaten, ook voor besloten vennootschappen. Overigens besteedde Hijmans van den Bergh geen aandacht aan

85. Ibid.

86. Noot L.J. Hijmans van den Bergh bij HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 (*Forumbank*), nr. 5.

HOOFDSTUK 2

de overweging van de Hoge Raad dat de AVA als zodanig gebonden was aan de grenzen van de statuten. Dit is niet vreemd aangezien de Hoge Raad in het *Eugen Mehler*-arrest uit 1938 de absolute gebondenheid van de aandeelhouders aan de statuten had bevestigd.⁸⁷

Het heeft er alle schijn van dat latere auteurs Hijmans van den Bergh zijn gevolgd in zijn duiding van het *Forumbank*-arrest en daarmee in zijn kielzog een belangrijke betekenis aan dit arrest hebben toegekend. Naar mijn mening wekt de annotatie van Hijmans van den Bergh een verkeerde indruk over de betekenis van het *Forumbank*-arrest voor de toenmalige opvattingen in de literatuur, in het bijzonder die van Van der Grinten. De annotatie van Hijmans van den Bergh beweert dat Van der Grinten zijn opvatting over de toelaatbaarheid van instructies van de AVA aan het bestuur in reactie op het *Forumbank*-arrest zou hebben gewijzigd.⁸⁸ Ook stelt Hijmans van den Bergh dat Van der Grinten in het Handboek inmiddels ook de opvatting dat de hoogste macht binnen de N.V. bij de gezamenlijke aandeelhouders berust zou hebben losgelaten.⁸⁹ Beide beweringen waren onjuist.

Van der Grinten had in de vierde druk van het Handboek de stelling geponoerd dat hij een instructierecht van de AVA aan het bestuur toelaatbaar achtte, maar hij was in 1951 al in reactie op kritiek van Kamphuisen⁹⁰ expliciet op deze opvatting teruggekomen.⁹¹ Deze verandering van opvatting was ook door A-G Langemeijer in zijn conclusie bij het *Forumbank*-arrest signaleerd.⁹² De wijziging in de zesde druk van het Handboek (1955) was dus niet door het

87. HR 8 april 1938, *NJ* 1938, 1076 m.nt. P. Scholten (*Eugen Mehler*). Zie ook Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2013, nr. 62.

88. *Ibid.*, nr. 4. De verwarring wordt verder in de hand gewerkt door het feit dat Hijmans van den Bergh in de betreffende verwijzing een onjuist jaartal noemt voor de meest recente druk van het Handboek (1956 in plaats van 1955).

89. *Ibid.*, nr. 3.

90. P.W. Kamphuisen, 'De rechtsverhouding tussen directeur en N.V.', *De N.V.* 1947/48, p. 181-186. Kamphuisen sprak in dit verband ook van de "slogan" van de hoogste macht (p. 183).

91. W.C.L. van der Grinten, 'Bestuursmacht en bestuursbevoegdheid', *De N.V.* 1951/52, p. 104-105: "Vroeger heb ik gemeend dat dit [opdrachten van AVA aan bestuur] mogelijk was, omdat zulke concrete opdrachten op de beheers- en bestuursmacht van de bestuurder geen inbreuk zouden maken. Bij nadere overweging ben ik echter van mening dat Kamphuisen terecht heeft betoogd, dat deze stelling onjuist is. (...). De zelfstandige bestuursbevoegdheid is derhalve zeer ruim. Zij wordt slechts beperkt door enkele wettelijke voorschriften, en kan voorts beperkt worden door de statuten. Overigens is het bestuur vrij."

92. Conclusie A-G Langemeijer bij HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 (*Forumbank*).

Forumbank-arrest ingegeven, maar vormde weinig meer dan een bevestiging van een reeds eerder gewijzigd standpunt.⁹³ De eiser in cassatie heeft zich in de *Forumbank*-procedure ter zake van de instructiemacht van de AVA beroepen op een op dat moment reeds verouderd (en verlaten) opvatting. Het *Forumbank*-arrest heeft op dit punt geen zelfstandige wending in de rechtsontwikkeling veroorzaakt; zij vormde slechts een bevestiging van de op dat moment heersende leer. De stelling van Hijmans van den Berg dat Van der Grinten zijn standpunt in de ‘hoogste macht’ discussie zou hebben gewijzigd, is onjuist. De zesde druk van het Handboek, waarnaar Hijmans van den Bergh in zijn annotatie verwees, bevatte wel degelijk nog de algemene stelling dat de hoogste macht bij de gezamenlijke aandeelhouders berust, Van der Grinten zou dit pas in de zevende druk uit 1962 aanpassen.⁹⁴

Dan is er nog de vraag wat de invloed van het *Forumbank*-arrest is geweest op de ontwikkeling van de institutionele opvatting over de N.V.. Hijmans van den Bergh zette in zijn annotatie de rechtsregel van het arrest in als argument voor zijn opvatting dat de visie op de N.V. als gekwalificeerde maatschap moest worden losgelaten. Anders dan de annotatie doet vermoeden, was het *Forumbank*-arrest evenwel niet de aanleiding voor dit inzicht: Hijmans van den Bergh had dezelfde opvatting op andere gronden eerder verdedigd.⁹⁵ Hetzelfde geldt voor de door Hijmans van den Bergh aangehaalde opvatting van Kamphuisen dat de door het WvK 1838 en het WvK 1929 ingegeven opvatting dat de AVA de hoogste macht in de N.V. zou vormen als een dogmatische discontinuïteit ten opzichte van het recht en de praktijk van voor de codificatie moest worden beschouwd.⁹⁶ De overwegingen van het *Forumbank*-arrest raken als zodanig niet aan deze beide vraagstukken. De conclusie van Hijmans van den Bergh dat het arrest zou bevestigen dat de N.V. als een door een directie bestuurd doelvermogen zou moeten worden gezien, ging dus wat ver. Aannemelijk is dat

93. Handboek Van der Grinten 1955, nr. 237 (met verwijzing naar Kamphuisen in noot 3). Ook overigens had Van der Grinten naar alle waarschijnlijkheid bij het opstellen van deze druk van het Handboek nog geen kennis kunnen nemen van het *Forumbank*-arrest, deze was immers nog niet gepubliceerd. Hijmans van den Bergh zal ook niet de bedoeling hebben gehad om te betogen dat de wijziging in opvatting van Van der Grinten door het *Forumbank*-arrest was ingegeven, maar voor een lezer zonder kennis van de discussie tussen Van der Grinten en Kamphuisen wordt deze indruk wel gewekt.

94. Zie Handboek van der Grinten 1955, nr. 202 (waarin de ‘hoogste macht’ zinsnede nog onverkort voorkomt) en Handboek Van der Grinten 1962, nr. 202 (waarin de bewering is afgezwakt tot “*In de wettelijke structuur van de N.V. berust een overwegende zeggingsmacht bij de algemene vergadering van aandeelhouders.*”)

95. Zie L.J. Hijmans van den Bergh, ‘Het Ontwerp-Meijers en de Vereniging’, *De N.V.* 1954/55, p. 108-109. Zie ook Raaijmakers Th. 1987, p. 10.

96. P.W. Kamphuisen, ‘Het oligarchisch karakter der naamloze vennootschap’, *De N.V.* 1952/53, p. 199-202 (op zijn beurt op p. 100 verwijzend naar Zeylemaker 1946).

HOOFDSTUK 2

Hijmans van den Bergh op dit punt de annotatie van het *Forumbank*-arrest heeft willen aangrijpen om zijn eigen visie op het wezen van de N.V. kracht bij te zetten. De door Hijmans van den Bergh gepropageerde visie op de N.V. volgt in ieder geval niet noodzakelijkerwijs uit de overwegingen van het arrest.

Bij nadere beschouwing lijken de opvattingen van Hijmans van den Bergh en Kamphuisen en hun kennelijke afkeuring van de voorstelling van de N.V. als vorm van maatschap vooral ingegeven te zijn door het feit dat zij de rechtsfiguur van de N.V. vanuit het perspectief van de publieke N.V. benaderden. De opmerking van Hijmans van den Bergh dat de aandeelhouder niet voor het bedrijf, maar voor het dividend voelt geeft zijn kennelijke perceptie van de aandeelhouder als enkel belegger weer.⁹⁷ Ook de beschouwing van Kamphuisen over het verschijnsel oligarchische regelingen was duidelijk vanuit de publieke N.V. geschreven. Weliswaar overwoog hij aan het begin van dit artikel dat ook besloten N.V.'s naar zijn indruk meer richting oligarchie bewogen,⁹⁸ maar in de uitwerking klinkt vooral het perspectief van de open N.V. door.⁹⁹ De benadering van Kamphuisen en Hijmans van den Bergh lijkt erop gericht te zijn dat de besloten N.V. in de praktijk steeds meer op de open N.V. was gaan lijken en daarmee de 'ballast' uit het besloten verleden, zoals de maatschapsgedachte en de hoogste macht-discussie, overbodig was geworden. Deze zienswijze contrasteert met de toenmalige benadering van Van der Grinten, die erin lijkt te hebben bestaan om het N.V.-recht vanuit het perspectief van de besloten N.V. te ontwikkelen in de aanname dat de publieke N.V.'s gelet op hun geringe aantal en de mogelijkheid tot inrichting op maat via oligarchische regelingen zichzelf wel zonder noemenswaardige binnen de kaders van dit N.V.-recht zouden kunnen redden. De benadering vanuit de besloten N.V. verklaart ook Van der Grinten's aanvankelijke aarzeling om afstand te nemen van de maatschapsgedachte.¹⁰⁰ Net als in het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest liet de Hoge Raad in het *Forumbank*-arrest evenwel opnieuw na om een onderscheid tussen publieke- en besloten N.V.'s te maken of om zijn rechtsoverwegingen als geldend voor slechts één van deze categorieën te kwalificeren.

97. Noot L.J. Hijmans van den Bergh bij HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 (*Forumbank*), nr. 5.

98. Kamphuisen 1953, p. 199-200.

99. Illustratief is de volgende zin: "*Democratie is tot op zekere hoogte nuttig en nodig in het publieke leven, maar in de N.V. is ze onbruikbaar; zowel in de verhouding van het bestuur tot het personeel als die van de commissarissen en directie tot aandeelhouders.*" Zie Kamphuisen 1953, p. 200.

100. Het maatschapskarakter van de N.V. lijkt voor Van der Grinten echter geen principe-kwestie te zijn geweest. Zo constateerde hij ten aanzien van het door Meijers voorgestelde ONBW dat met het ontwerp in feite de band tussen N.V. en maatschap geheel werd doorgesneden, maar zijn commentaar op deze ingrijpende verandering zag slechts op enkele praktische uitwerkingen, niet op de ont koppeling van N.V. en maatschap als zodanig. Zie W.C.L. van der Grinten, 'Het Ontwerp-Meijers en de N.V.', *De N.V.* 1954/55, p. 119.

Rest de vraag wat nu de werkelijke betekenis van het *Forumbank*-arrest voor de rechtsontwikkeling is geweest. De overweging van de Hoge Raad dat de AVA niet de bij wet en statuten getrokken grenzen ten aanzien van haar bevoegdheden mocht overschrijden was op het eerste gezicht weinig meer dan een logisch verlengstuk van de eerdere overweging van de Hoge Raad uit het *Eugen Mehler*-arrest over de gebondenheid van aandeelhouders aan de statuten. Bij nadere beschouwing gaat de rechtsregel uit *Forumbank* nog een stap verder. Het relevante middel in cassatie in *Forumbank* strekte er niet toe dat de AVA zelf bevoegd geacht moest worden om over de emissie te besluiten. Het middel betoogde in plaats daarvan dat het de AVA toegestaan zou zijn om via het geven van een instructie invloed uit te oefenen op de wijze waarop een ander orgaan, in dit geval het bestuur, een aan hem/haar toekomende bevoegdheid uitoefent. Door de met dit middel verdedigde opvatting expliciet af te wijzen, maakte de Hoge Raad duidelijk dat het de AVA niet was toegestaan om vanuit de ‘hoogste macht’-gedachte invloed te nemen op de wijze waarop het bestuur zijn bevoegdheden uitoefent wanneer daarvoor geen basis in wet of statuten is. Het arrest in *Forumbank* gaf daarmee een handvat voor het idee van bestuurszelfstandigheid: wanneer iets tot de bevoegdheid van het bestuur behoort, mag een ander orgaan zich daar niet mee bemoeien tenzij daarvoor een wettelijke of statutaire basis is. Wat betreft de bevoegdheden van het bestuur hebben de AVA en de afzonderlijke aandeelhouders de grenzen van de wet en de statuten in acht te nemen, zowel in formele zin (*Eugen Mehler*) als in feitelijke zin (*Forumbank*). Met *Forumbank* scherpte de Hoge Raad dus de betekenis van de bevoegdheidsverdeling binnen de N.V. niet alleen in formele zin, maar ook in praktische zin aan.

2.6 De derde ontwikkeling: de N.V. als instituut en het vennootschappelijk belang (1959-1964)

In de inleiding op de in 2001 verschenen verspreide geschriften van Van der Heijden overwogen Jansen en Van Solinge het volgende: “*De contractuele opvatting van de N.V., zoals door Van der Heijden is voorgestaan, is in de jaren zestig van de vorige eeuw verlaten voor de institutionele opvatting, een benadering die meer is gericht op de rechtspersoon (en de daarmee verbonden onderneming) als een zelfstandige entiteit in het rechtsleven.*”¹⁰¹ De Nijmeegse oratie van Maeijer uit 1964¹⁰² kan worden beschouwd als het

101. C.J.H. Jansen & G. van Solinge, ‘Egidius Johannes Josephus van der Heijden’, in C.J.H. Jansen & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Van der Heijden-reeks nr. 67, Deventer: Kluwer 2001, p. xxvi.

102. J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de Naamloze Vennootschap*, oratie Nijmegen 1964, Deventer: Kluwer 1964, in C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer*, Van der Heijden-reeks nr. 100, Deventer: Kluwer 2009, p. 141-162.

HOOFDSTUK 2

beginpunt van de dominantie van de institutionele school die nog tot de dag van vandaag voortduurt. De oratie van Maeijer stond evenwel niet op zichzelf, maar kan op haar beurt worden gezien als een sluitstuk van eerdere wijzigingen in de rechtsopvatting over het wezen van de N.V.. In dit verband valt met name te wijzen op de dissertatie van Löwensteyn uit 1959¹⁰³ en de nieuwe bewerking van het Handboek door Van der Grinten uit 1962.¹⁰⁴ Anders gezegd, het ‘vennootschappelijk belang’ uit de oratie van Maeijer kwam niet uit de lucht vallen, maar bouwde voort op eerder ingenomen standpunten van Löwensteyn en Van der Grinten. De opvattingen van Maeijer lagen echter niet in een logische verlengde van deze standpunten. Voor een goede duiding van de ontwikkeling van het leerstuk van het vennootschappelijk belang is het derhalve zinvol om de vernieuwingen in de opvattingen van Löwensteyn, Van der Grinten en Maeijer integraal te beschrijven.

2.6.1 *Dissertatie Löwensteyn*

De dissertatie van Löwensteyn getiteld “*Wezen en bevoegdheid van het bestuur van de vereniging en de naamloze vennootschap*” werd in oktober 1959 verdedigd. Bij het schrijven ervan heeft Löwensteyn nog kennis kunnen nemen van het op dat moment nog niet gepubliceerde *Forumbank*-arrest.¹⁰⁵ Ondanks het feit dat dit arrest op vele plaatsen wordt aangehaald, lijken de overwegingen van de Hoge Raad in het *Forumbank*-arrest niet van wezenlijke invloed op de analyse van Löwensteyn te zijn geweest. Afgaande op de wijze waarop de relevante argumenten van zijn betoog zijn gestructureerd – waarbij het *Forumbank*-arrest veelal pas aan het slot van het betoog wordt opgevoerd¹⁰⁶ – lijkt Löwensteyn de rechtsregels van het *Forumbank*-arrest voornamelijk aan te voeren als een bevestiging van de Hoge Raad van opvattingen die Löwensteyn zelf reeds langs andere weg en in voorkomende gevallen op andere gronden had geformuleerd.¹⁰⁷ Ook als de Hoge Raad het *Forumbank*-arrest niet of later zou hebben

103. Löwensteyn 1959. Raaijmakers Sr. heeft deze dissertatie later eens aangeduid als een “*landmark opinion*”. Zie Raaijmakers Th. 1987, p. 5.

104. Handboek Van der Grinten 1962.

105. Zie het voorwoord, waarin hij *NJ*-annotator Hijmans van den Bergh, advocaat-generaal Langemeijer en de betrokken advocaten bedankt voor het ter beschikking stellen van hun stukken. Löwensteyn 1959, p. x.

106. Zie bijvoorbeeld Löwensteyn 1959, p. 57-73, waarin in een uitgebreide uiteenzetting over het leerstuk van de bestuurszelfstandigheid pas op p. 69 het *Forumbank*-arrest wordt aangehaald.

107. Het meest treffend is dit te zien aan de inleiding (Löwensteyn 1959, p. 1-5). Löwensteyn begint de inleiding weliswaar met een korte verwijzing naar het *Forumbank*-arrest, maar vervolgt op p. 2: “*Nu zou er ook zonder dit arrest reeds alle reden bestaan voor een nader onderzoek naar het wezen en de bevoegdheid van het bestuur van de vereniging en de N.V.*” Het restant van de inleiding leest als een geheel zelfstandig stuk, waardoor de indruk ontstaat dat de passage over het *Forumbank*-arrest pas na voltooiing van de tekst als een kopstuk erop

gewezen, zou de argumentatie van Löwensteyn dus grotendeels intact zijn gebleven. Wel heeft het arrest naar alle waarschijnlijkheid bijgedragen aan de kracht en het gezag van de door Löwensteyn verdedigde opvattingen. De mate waarin dit het geval is geweest, is niet vast te stellen.

De blijvende bijdrage van het werk van Löwensteyn is gelegen in de door hem weergegeven blauwdruk voor de interne organisatie van de N.V.. Zijn beschouwing over de verhouding tussen de verschillende organen van de vennootschap is in ons huidige vennootschapsrecht nog altijd actueel. En passant leverde Löwensteyn in zijn dissertatie ook de benodigde ‘ammunitie’ aan om de door Hijmans van den Bergh en anderen bepleite conceptuele losmaking van de N.V. uit de sfeer van contractuele rechtsbetrekkingen te kunnen realiseren. Löwensteyn nam stelling tegen de uit het maatschapsdenken van Van der Heijden voortgekomen opvattingen dat (a) de N.V. een bijzondere vorm van obligatoire overeenkomst zou zijn met vanwege haar rechtspersoonlijkheid een bijzondere absolute werking jegens derden,¹⁰⁸ en dat (b) bestuurders uit hoofde van een lastgevingsconstructie jegens de aandeelhouders dan wel uit hoofde van een benadering van de AVA als hoogste macht in de N.V. als ondergeschikte in een gezagsrelatie tot de aandeelhouders zouden staan.¹⁰⁹ Op beide punten zouden de inzichten van Löwensteyn van blijvende waarde blijken.

Schakelpunt in de argumentatie bij Löwensteyn’s opvattingen is telkens de rechtspersoonlijkheid van de N.V.. Waar Van der Heijden en Van der Grinten eerder nog een pragmatische invulling aan de rechtspersoonlijkheid van de N.V. gaven, stelde Löwensteyn juist voorop dat rechtspersoonlijkheid een normatief begrip was en dat hieruit voortvloeide dat de N.V. door het recht werd erkend als een zelfstandig rechtssubject “*met – althans in beginsel – alle gevolgen van dien.*”¹¹⁰ Eén van de ‘gevolgen van dien’ was volgens Löwensteyn de juridische onvereenigbaarheid tussen rechtspersoon en overeenkomst. Anders dan bij Zeylemaker, Kamphuisen en Hijmans van den Bergh ging de uiteenzetting van Löwensteyn over de onbruikbaarheid van de voorstelling van de N.V. als contractuele rechtsbetrekking in het geheel niet in op de vraag of de contractuele visie op de N.V. al dan niet in overeenstemming was met hoe de N.V. zich historisch gezien in het rechtsverkeer en in het economisch verkeer had ontwikkeld. Zijn afwijzing van de contractuele opvatting op de N.V. berustte hoofdzakelijk

is gezet. Overigens stelt Löwensteyn wel op p. 2: “*Het arrest van 1955 [het Forumbank-arrest] nu bevestigde onze aanvankelijke mening, dat het bestuur beschouwd moet worden als evenknie van de A.V.*” Hiermee geeft Löwensteyn aan dat hij voorafgaand aan het Forumbank-arrest reeds bij deze opvatting was uitgekomen.

108. Löwensteyn 1959, p. 14-15.

109. Ibid, p. 17 en p. 61-65.

110. Ibid, p. 10-11.

HOOFDSTUK 2

op zuiver juridisch-dogmatische argumenten.¹¹¹ Wel veroorloofde Löwensteyn zich de volgende observatie: *“Het begrip ‘rechtspersoon’ wordt te veel gezien als een conveniente vorm voor het weergeven van gecompliceerde rechtsverhoudingen, als beeldspraak zonder juridische consequenties. (...). De leden worden met de rechtspersoon geïdentificeerd, op één lijn gesteld met de vennoten in een maatschap of vennootschap en gezien als de ‘materiële’ eigenaars van het vermogen der rechtspersoon. Uiteraard gaat het bij de vereniging en N.V. om de leden en aandeelhouders, niet echter om een typische individuele betrekking tussen deze personen als het contract. Men heeft juist het gezamenlijke streven tot op zekere hoogte willen onttrekken aan de invloed van het individuele lid en de gevolgen van diens persoonlijke lotgevallen. Daartoe heeft men een afzonderlijk rechtssubject in het leven geroepen. Dit impliceert, dat ook feitelijk de positie van leden en aandeelhouders niet is te vergelijken met die van partijen bij een samenwerkingsovereenkomst. Bij de grote N.V. is tengevolge van een en ander de individuele aandeelhouder zelfs geheel op de achtergrond geraakt.”*¹¹²

Met de zin over het willen onttrekken van het gezamenlijk streven aan de invloed van de individuele aandeelhouders, gaf Löwensteyn impliciet een verklaring voor het doel van het wezen van de N.V. als zelfstandig rechtssubject. Opvallend is dat Löwensteyn – los van de hierboven vermelde feitelijke constatering over individuele aandeelhouders in de publieke N.V. – voor het wezen en karakter van de N.V. niet differentieerde tussen open N.V.’s en besloten N.V.’s. De conclusie ligt voor de hand dat ook besloten N.V.’s bij Löwensteyn een zekere institutioneel karakter kregen toegedicht. Een alternatieve verklaring hiervoor kan zijn dat Löwensteyn in zijn beschouwingen primair de publieke N.V. voor ogen had. De door Löwensteyn geformuleerde praktische bezwaren tegen het aanvaarden van een instructierecht van de AVA aan het bestuur, die er in de kern op neerkomen dat de *“gemiddelde aandeelhouder”* niet de bijzondere kennis en ervaring bezit om leiding aan een bedrijf te kunnen geven,¹¹³ doet dit althans vermoeden. Daarmee liggen de opvattingen van Löwensteyn over het wezen van de N.V. in het verlengde van een benadering vanuit het perspectief van de open N.V.. Zijn opmerking over het duurzame karakter van de N.V. (zie hierna) moet mijn inziens ook in die context worden geplaatst.

111. Een uitzondering lijkt de beschouwing van Löwensteyn op p. 75-77, waarin hij de opvattingen van andere schrijvers, onder wie Hijmans van den Bergh, over de historische ontwikkeling van het N.V.-recht parafraseert.

112. Löwensteyn 1959, p. 18-19.

113. Ibid, p. 67.

2.6.2 Gewijzigde opvatting Van der Grinten

In navolging van de dissertatie van Löwensteyn wijzigde ook Van der Grinten in de zevende druk van het Handboek uit 1962 van opvatting. De eerdere opvatting over de N.V. als contractuele rechtsbetrekking en bijzondere maatschapsvorm werd expliciet verlaten voor de institutionele visie van Löwensteyn: “*N.V. en vereniging zijn naar Nederlands recht niet-contractuele rechtsbetrekkingen, waaraan rechtspersoonlijkheid is verleend. Zij zijn primaire rechtspersonen met een eigen – niet-contractueel – rechtsregiem.*”¹¹⁴ In het verlengde hiervan liet Van der Grinten tevens de functionele opvatting van Van der Heijden over het wezen en de strekking van de rechtspersoonlijkheid los: “*Tengevolge van de rechtspersoonlijkheid verkrijgt de vennootschappelijke betrekking een nieuwe en eigen dimensie. De vennootschappelijke betrekking is niet een contractuele betrekking tussen de vennoten, doch is een betrekking binnen de N.V. zelf, waarvan de N.V. het middelpunt is. De vennoten – aandeelhouders – staan in een lidmaatschapsverhouding tot de N.V. Tussen de aandeelhouders onderling bestaat niet een contractuele band.*”¹¹⁵ Hiermee bracht Van der Grinten het Handboek dus expliciet in lijn met de opvattingen uit de dissertatie van Löwensteyn.¹¹⁶

Naast deze wendingen bevatte deze bewerking van het Handboek ten opzichte van de vorige drukken nog twee noemenswaardige wijzigingen. Ten eerste nuanceerde Van der Grinten ook zijn eerdere stelling (en die van Van der Heijden voor hem) dat het doel van de N.V. “*het belangrijkste deel der vennootschappelijke constructie*” was.¹¹⁷ In de voorgaande druk had hij bij dit uitgangspunt reeds de kanttekening geplaatst dat het Departement bij het verlenen van de vereiste verklaring van geen bezwaar voor statuten en statutenwijzigingen in de praktijk reeds toeliet dat zeer brede, en daarmee weinig bepalende, doelomschrijvingen in statuten werden opgenomen.¹¹⁸ In de bewerking van 1962 zwakte Van der Grinten zijn uitgangspunt af tot de stelling dat het doel “*theoretisch een belangrijk element*” in de vennootschappelijke constructie was.¹¹⁹ Hiermee erkende Van der Grinten impliciet dat de statutaire doelomschrijving in de praktijk weinig richtinggevend meer was voor het handelen van bestuurders en aandeelhouders. Een tweede wijziging treft men aan bij Van der Grinten’s

114. Handboek Van der Grinten 1962, nr. 42 (met in noot 4 verwijzing naar Löwensteyn 1959, p. 14).

115. Ibid, nr. 49.

116. Zie ook Raaijmakers Th. 1987, p. 5 (stellende dat het Handboek de dissertatie van Löwensteyn ‘volgde’).

117. Handboek Van der Grinten 1955, nr. 78.

118. Ibid.

119. Handboek Van der Grinten 1962, nr. 78.

HOOFDSTUK 2

commentaar op de regeling inzake diskwalificatie van stemrecht van aandeelhouders (artikel 44c WvK). In aanvulling op de praktische bezwaren die eerder door Van der Heijden tegen de werkbaarheid van deze regeling waren aangevoerd, stelde Van der Grinten nu tevens vast dat het inmiddels vaste praktijk was geworden om artikel 44c WvK bij statuten buiten werking te stellen.¹²⁰ Te meer nu de regeling van artikel 44c WvK ook niet meer was opgenomen in het in 1960 vastgestelde nieuw BW moest worden geconstateerd dat aan de diskwalificatieregeling van artikel 44c WvK op dat moment weinig tot geen praktisch belang meer toekwam. Hiermee was voor aandeelhouders het equivalent van de tegenstrijdig belangregeling die op grond van artikel 51 WvK voor bestuurders gold verlaten.

Het feit dat Van der Grinten nu aanvaardde dat de N.V. formeel-juridisch niet langer als contractuele rechtsbetrekking kon worden beschouwd maakte niet dat hij de rechtsfiguur van de N.V. wezenlijk anders ging beschouwen. Enerzijds had Van der Grinten naar aanleiding van ontwikkelingen in wetenschap, rechtspraak en praktijk eerder op punten de strikte maatschapsbenadering van Van der Heijden verlaten, zoals de beperking van de zelfstandige bestuursmacht tot zaken van de gewone dagelijkse bedrijfsuitoefening en de vermeende instructiebevoegdheid van de AVA ten aanzien van het bestuur. Ook de hierboven beschreven wijzigingen vallen als zodanig te verklaren; Van der Grinten was bereid om zijn opvattingen telkens bij voortschrijdend inzicht op punten bij te stellen. Van een complete systeemwending lijkt in zijn bewerking van het Handboek van 1962 dan ook geen sprake te zijn. Van der Grinten paste zich eerder aan de door hem gepercipieerde wijzigingen in de heersende rechtsopvattingen.

Anderzijds behield Van der Grinten ook bij aanvaarding van het institutionele karakter van de N.V. een wezenlijk uitgangspunt dat vanuit de maatschapsgedachte in de context van de besloten N.V. was ontwikkeld: het belang van de N.V. waardoor bestuurders en commissarissen zich bij de uitoefening van hun bevoegdheden en bij hun handelen dienden te laten leiden stond gelijk aan het belang van de gezamenlijke aandeelhouders. Weliswaar repte Van der Grinten in zijn bewerking van het Handboek uit 1962 op één plaats van “*het belang van de aandeelhouders of van de N.V.*”¹²¹ wat een schijnbare tegenstelling impliceert, maar hij lijkt daarmee – zoals Noldus later gemotiveerd zou betogen¹²² – geen wijziging ten opzichte van zijn eerder in 1952 verkondigde opvatting¹²³ te hebben beoogd. Het feit dat Van der Grinten ook in de nieuwe druk van het

120. Ibid, nr. 218.

121. Handboek Van der Grinten 1962, nr. 333.

122. W.J.M. Noldus, *Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap*, diss. Nijmegen 1969, Van der Heijden-reeks nr. 1, Deventer: Kluwer 1969, p. 191-192.

123. Van der Grinten 1952, p. 341-342.

Handboek volhardde in zijn kritiek ten aanzien van het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest¹²⁴ laat zien dat Van der Grinten ook voor de institutionele N.V. vasthield aan het vennootschappelijk karakter. Tegen deze achtergrond bezien was de draai die Van der Grinten in de nieuwe druk van het Handboek aanbracht door de contractuele opvatting te verruilen voor de institutionele opvatting van de N.V. uit dogmatisch oogpunt wellicht opzienbarend, maar de praktische implicaties van een en ander vielen mee.

Ook Löwensteyn had het vennootschappelijk karakter van de institutionele N.V. benadrukt. Net als Van der Grinten¹²⁵ beschouwde Löwensteyn de N.V. als een samenwerkingsvorm.¹²⁶ Evenmin als Van der Grinten, erkende Löwensteyn de mogelijkheid van het bestaan van een eigen belang van de N.V. los van het belang van de gezamenlijke aandeelhouders: “*Eigen belangen hebben alleen natuurlijke personen. Rechtspersonen kunnen alleen in overdrachtelijke zin belangen hebben. Onder het ‘belang’ der vereniging of der N.V. zullen wij moeten verstaan het doel in eigenlijke zin.*”¹²⁷ Het ‘doel in eigenlijke zin’ van de N.V. verstond Löwensteyn als het behalen van winst ten bate van alle aandeelhouders: “*Bestuurders moeten het eigenlijk doel nastreven, niet dus hun eigen belang of dat van bepaalde aandeelhouders, ook niet dat van de meerderheid van de aandeelhouders, maar het belang van alle aandeelhouders, objectief en onpartijdig.*”¹²⁸ Op één punt ging Löwensteyn verder dan Van der Grinten: hij betoogde dat onder het belang van alle aandeelhouders tevens de belangen van toekomstige aandeelhouders begrepen moesten worden: “*Eén der eigenschappen van de rechtspersoon is immers haar duurzaamheid. (...). De N.V. wordt dan ook niet opgericht met de bedoeling, dat zij alleen voor korte tijd, ten behoeve van de tegenwoordige aandeelhouders, zal functioneren. De aandelen zijn immers overdraagbaar. Te eniger tijd kan het aandeelhouderspersoneel dus ingrijpend gewijzigd zijn. (...). Zulks kan ook het gevolg zijn van latere uitgiften van aandelen. Dit brengt mede, dat de machthebbers van vandaag rekening hebben te houden met de aandeelhouders van morgen.*”¹²⁹ Löwensteyn voorzag derhalve een zekere abstractie van het belang van de N.V. van haar concreet aandeelhoudersbestand zoals dat op enig moment is samengesteld. De nadruk op het duurzame karakter van een eenmaal opgerichte N.V. getuigt ook op dit punt van een meer institutionele benadering dan men toentertijd bij Van der Grinten aantrof.

124. Handboek Van der Grinten 1962, nr. 164 noot 1.

125. Ibid, nrs. 41-43.

126. Löwensteyn 1959, p. 19-20

127. Ibid, p. 136 (onder meer verwijzend naar Van der Grinten 1952, p. 341).

128. Löwensteyn 1959, p. 133. Op p. 131 stelt Löwensteyn reeds: “*De N.V. streeft in het algemeen naar het behalen van winst ten einde deze onder de aandeelhouders te verdelen. Dit volgt uit haar aard en behoeft niet in de statuten vermeld te worden.*” (verwijzend naar Handboek Van der Grinten 1955, nr. 78 en Van der Grinten 1952).

129. Löwensteyn 1959, p. 133-134.

2.6.3 *Oratie Maeijer*

Het door Löwensteyn benadrukte duurzame karakter van een eenmaal opgerichte N.V. werd enkele jaren later door Maeijer in zijn oratie aangegrepen om een nieuwe wending te geven aan het door de Hoge Raad in het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest aangelegde richtsnoer van het belang van de vennootschap. Met zijn oratie zette Maeijer als jonge hoogleraar zijn eerste schreden in het vennootschapsrecht,¹³⁰ een keuze die rechtstreeks door het proefschrift van Löwensteyn was ingegeven.¹³¹ In zijn oratie bouwde Maeijer op inventieve wijze voort op de hierboven weergegeven inzichten en opvattingen van Van der Grinten, Löwensteyn, Kamphuisen, Zeylemaker en Hijmans van den Bergh. Maeijer wist de verschillende inzichten van deze auteurs te bundelen tot één coherent en samenhangend betoog over het wezen van het belang van de vennootschap via een benadering die later door Mendel als ‘holistisch’ is aangemerkt.¹³² Maeijer legde zo de basis voor het leerstuk van het vennootschappelijk belang. Hij sloeg hiermee tevens de piketpalen voor de opvattingen die zijn visie op het onderwerp gedurende Maeijer’s verdere wetenschappelijke carrière zouden blijven leiden.¹³³ Maeijer’s bijdrage zou uiteindelijk voor de verdere rechtsontwikkeling een beslissende wending blijken te zijn.

-
130. In de eigen woorden van Maeijer: “*Mijn fascinatie voor het ondernemingsrecht was eigenlijk pas ontstaan na mijn benoeming tot hoogleraar in 1963 bij de voorbereiding van mijn inaugurale rede over het belangenconflict in de NV en de bestudering van de op dit onderwerp betrekking hebbende jurisprudentie. Voordien wist ik weinig of niets van het ondernemingsrecht. Ik was gepromoveerd op een puur civielrechtelijk onderwerp, namelijk over matiging van schadevergoeding.*” Zie W.M.T. Keukens & M.C.A. van den Nieuwenhuijzen, ‘Nijmegen vs. Tilburg: tussen rechtspersoon en onderneming (interview met prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers)’, *AAe* 2007, p. 334.
131. In een interview uit 2006 (opgenomen in de bundel *Meesterlijk Nijmegen* uit 2008) verwoordde Maeijer dit als volgt: “*Daarna ben ik maar eens begonnen om na te denken over het onderwerp van mijn inaugurale rede. Löwensteyn was gepromoveerd op het bestuur van de naamloze vennootschap. Ik heb dat boek doorgenomen en kruisjes gezet bij de belangrijkste arresten. Ik dacht als ik die arresten nou eens goed analyseer, misschien dat ik daarmee dan een stukje verder kom.*” Zie C.D.J. Bulten, L.T.J.M. Hermans-Brand & C.J.H. Jansen, ‘Het leven is goed: interview met prof. mr. J.M.M. Maeijer’, in C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. Van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer*, Van der Heijden-reeks nr. 100, Deventer: Kluwer 2009, p. 31.
132. M.M. Mendel, *Het vennootschappelijk belang, mede in concernverband beschouwd*, oratie Leiden 1989, Deventer: Kluwer 1989, p. 10-11.
133. Ter illustratie zij gewezen op de laatste bewerking van de hand van Maeijer van het deel van de Asser-serie over de N.V. uit 2000, waarin over het onderwerp vennootschappelijk belang grotendeels dezelfde visie wordt gegeven als die in Maeijer’s oratie uit 1964. Zie Asser/Maeijer 2-III, *Vertegenwoordiging en rechtspersoon: de naamloze en besloten vennootschap*, bewerkt door J.M.M. Maeijer, Deventer: Kluwer 2000, nr. 293. Zie voorts L. Timmerman, ‘Prof J.M.M. Maeijer; jurist en mens van longue durée’, *RM Themis* 2005, p. 145 en noot 29.

Kort gezegd was het betoog van Maeijer als volgt opgebouwd. Maeijer begon met de constatering, onder verwijzing naar Van der Grinten, dat de N.V. in de eerste plaats als rechtspersoon had te gelden. Hier voegde hij aan toe: “*Op deze wijze wordt het samenwerkingsverband benadrukt; de samenwerkende personen, de vennoten, treden op de achtergrond.*”¹³⁴ Maeijer vervolgde zijn betoog met de constatering, onder verwijzing naar Kamphuisen en Hijmans van den Bergh, dat deze visie op de N.V. ook in overeenstemming was met de werkelijkheid, nu de open en grotere N.V.’s steeds meer als werkelijk zelfstandige grootheden in het maatschappelijk verkeer waren gaan optreden en zich waren gaan voordoen als oligarchisch geregeerde samenwerkingsvormen. Maeijer verbond hieraan, onder verwijzing naar Hijmans van den Bergh en het *Forumbank*-arrest, de conclusie dat de AVA dan ook niet langer als hoogste macht binnen de N.V. kon worden beschouwd. Maeijer sprak, onder verwijzing naar Zeylemaker, van het “*tijdperk van de ‘managers’*”.¹³⁵

Vanuit deze feitelijke observaties wendde Maeijer zich tot de jurisprudentie van de Hoge Raad, in het bijzonder het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest, waarin de Hoge Raad het begrip ‘belang van de vennootschap’ had gebezigd. Maeijer stelde zich de vraag wat dit belang, gelet op de rechtspersoonlijkheid van de N.V., inhield. Onder verwijzing naar een losse opmerking van Bregstein uit 1953¹³⁶ stelde Maeijer dat niet langer kon worden ontkend dat het belang van de vennootschap “*iets anders is, méér is dan het geldelijk belang van de gezamenlijke aandeelhouders.*”¹³⁷ In het verlengde hiervan kwam Maeijer met zijn inmiddels klassiek geworden definitie van het belang van de vennootschap: “*Het vennootschappelijk belang nu zou ik willen aanduiden als het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel.*”¹³⁸ Over dit “te bereiken doel” merkte Maeijer op dat dit doel uiteindelijk was gericht “*op het behalen van winst, op de rentabiliteit van het bijeengebrachte kapitaal.*”¹³⁹

In het bepalen van de verhouding van zijn betoog tot het eerdere werk van Löwensteyn en Van der Grinten maakte Maeijer twee opvallende keuzes. Ten eerste werd de opvatting van Löwensteyn dat ook de belangen van toekomstige

134. Maeijer 1964, p. 141.

135. Ibid, p. 142.

136. Voordracht M.G. Bregstein in *Handelingen NJV* 1953, p. 142: “*Ik maak zelfs bezwaar tegen de identificatie, die Van der Grinten suggereert, tussen het belang der vennootschap en het belang der aandeelhouders. De N.V. is iets meer dan haar aandeelhouders. Het bestuur heeft een verdergaande verantwoordelijkheid dan het dienen van het belang der aandeelhouders.*”

137. Maeijer 1964, p. 143.

138. Ibid, p. 136.

139. Ibid.

HOOFDSTUK 2

aandeelhouders gelet op het duurzame karakter van de N.V. ook onder het belang van de gezamenlijke aandeelhouders tot het behalen van winst moest worden begrepen uitdrukkelijk door Maeijer van de hand gewezen. Dit is opmerkelijk, aangezien Maeijer's invulling van het vennootschappelijk belang, als zijnde gericht op de continuïteit van de vennootschap, materieel niet ver van Löwensteyn's opvatting afstond. Löwensteyn erkende in zekere zin het belang van continuïteit van de vennootschap, maar hij vertaalde dit in de uitwerking naar een belang van de gezamenlijke aandeelhouders. Uit de verkorte weergave die Maeijer van Löwensteyn's standpunt gaf¹⁴⁰ lijkt te volgen dat Maeijer dit mogelijk onvoldoende heeft onderkend. Ten tweede haalde Maeijer expliciet de laatste bewerking van het Handboek van der Grinten aan ter onderbouwing van zijn stelling dat het belang van de vennootschap en het belang van de aandeelhouders twee afzonderlijke grootheden zijn.¹⁴¹ Maeijer leidde uit de formulering in het Handboek af dat Van der Grinten zijn aanvankelijke opvatting dat het belang van de N.V. niets anders was dan het belang van de gezamenlijke aandeelhouders kennelijk had verlaten.¹⁴² Zoals hierboven reeds uiteengezet was dit naar alle waarschijnlijkheid een te vergaande conclusie. Zeker wanneer men bedenkt dat Van der Grinten het gebruik had om wijzigingen in zijn opvattingen expliciet aan te duiden¹⁴³ is het opmerkelijk hoe Maeijer op basis van slechts een terloopse zin in het Handboek een wijziging in opvatting heeft kunnen aannemen.

Op één punt was de redenering van Maeijer inzake het vennootschappelijk belang niet helemaal zuiver. Van de constatering dat de N.V. juridisch kwalificeerde als rechtspersoon en de feitelijke observatie dat de N.V. zich inmiddels had ontwikkeld tot een oligarchisch geregeerde samenwerkingsvorm, maakte Maeijer de paardensprong dat het *belang* van de N.V. dientengevolge ook op zichzelf moest zijn gericht in plaats van op haar aandeelhouders. Anders geformuleerd: aan het feit dat de N.V. niet langer van haar gezamenlijke aandeelhouders uitging, verbond Maeijer het gevolg dat de N.V. ook niet langer op het belang van die gezamenlijke aandeelhouders kon zijn gericht. Ter onderbouwing van deze redenering verwees Maeijer naar de beschouwing over rechtspersoonlijkheid van Meijers waaruit zou volgen dat een rechtspersoon een belang van eigen vorm en karakter zou belichamen.¹⁴⁴ Deze gedachte werd door Maeijer

140. Ibid, pp. 143 en 145-146. Eenzelfde vereenvoudigde weergave van Löwensteyn's opvattingen ter zake vindt men later bij Mendel 1989, p. 6, waarin zijn positie korthedshalve tot 'aandeelhoudersbelang'-opvatting werd gereduceerd.

141. Ibid, p. 145 en noot 24 (verwijzend naar Handboek Van der Grinten 1962, nr. 333).

142. Ibid.

143. Zie bijvoorbeeld de wending van Van der Grinten ter zake van het instructierecht van aandeelhouders, *supra* noot 93.

144. Maeijer 1964, p. 143 en noot 15 (verwijzend naar E.M. Meijers, *Algemene leer van het Burgerlijk Recht deel 1: de algemene begrippen van het Burgerlijk Recht*, Leiden: Universitaire pers 1948, pp. 183, 192 en 198).

echter zo ver doorgevoerd dat aan de N.V. ook andere persoonlijke eigenschappen werden toegedicht. Illustratief is de volgende passage: *“Terwijl de aandeelhouders in dat geval [bij het maken van winst] zullen voelen voor onmiddellijk uit te keren dividend, zal de vennootschap daarentegen geneigd zijn te denken aan het verzekeren van haar bestaan en eerder een rentabiliteitspolitiek voeren op langere termijn. Zo kan er op een bepaald moment een tegenstelling ontstaan tussen wat de vennootschap ziet als haar eigen belang en hetgeen de aandeelhouders ervaren als hún gezamenlijk belang.”*¹⁴⁵ Het aannemen van een eigen belang van een rechtspersoon in lijn met de theorie van Meijers is één, iets anders is het toekennen van cognitieve vermogens aan de N.V. (neigen, denken, zien). De ver gevoerde beeldspraak waarbij de N.V. als een volwaardig persoon wordt voorgesteld lijkt voor Maeijer niet zozeer nodig te zijn geweest om te argumenteren dat de N.V. een enigermate van haar aandeelhouders geabstraheerd belang heeft, maar meer om te verklaren *waarom* het belang van de N.V. niet met dat van haar aandeelhouders samenvalt. Om de vergelijking dogmatisch sluitend te krijgen, moest Maeijer de N.V. als het ware onder een gelijke noemer zetten als de achterliggende natuurlijke personen.

Een ander interessant aspect van de oratie van Maeijer was zijn uiteenzetting over de verhouding tussen het vennootschappelijk belang en het handelen van de AVA. Van der Grinten had eerder reeds opgemerkt dat de organen van de N.V. zich bij hun besluiten en daden dienden te laten leiden door het (in de door hem begrepen zin verstande) belang van de vennootschap.¹⁴⁶ Hieruit zou volgen dat ook de AVA als orgaan aan het vennootschappelijk belang (in de door Maeijer bedoelde zin) gebonden zou zijn. Zo ver wilde Maeijer niet gaan. Hij overwoog: *“In ons huidige rechtssysteem kan het coöperatieve karakter van de naamloze vennootschap niet volledig worden weggedacht. De algemene vergadering van aandeelhouders is de plaats waar dit karakter zich nu juist manifesteert. Samenwerkende personen kan men niet beletten dat zij binnen het kader van hun samengaan vooreerst hun eigen belang blijvend nastreven.”*¹⁴⁷ Voor de individuele aandeelhouders, samenkomend in de AVA, aanvaardde Maeijer dus dat zij als ‘samenwerkende personen’ hun eigen belang mochten nastreven. Hij wees in dit verband ook op het arrest van de Hoge Raad inzake *Baus/De Koedoe*¹⁴⁸, waarin de Hoge Raad had overwogen dat de aandeelhouders vrijelijk het recht hadden te beslissen wie zij tot directeur van de vennootschap wensten te benoemen, en op de verschillende arresten die de Hoge Raad over het vraagstuk van geoorloofdheid van stemovereenkomsten had gewezen, te weten

145. Maeijer 1964, p. 144.

146. Van der Grinten 1952, p. 341.

147. Maeijer 1964, p. 152.

148. HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (*Baus/De Koedoe*).

HOOFDSTUK 2

Wennex,¹⁴⁹ *Distilleerderij Melchers*¹⁵⁰ en *Aurora*,¹⁵¹ waarin de Hoge Raad had overwogen dat aan de aandeelhouder in het stemrecht geen recht in het belang van anderen is toevertrouwd, maar dat hem hiermee een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen.¹⁵² Wel zag Maeijer een wezenlijke beperking in de vorm van de goede trouw. Hij stelde hierover: “Deze [de goede trouw] brengt vooreerst mee dat de aandeelhouder bij het dienen van eigen belang het belang van de vennootschap mede in het oog moet houden, het zo nodig moet afwegen tegen zijn belang en het desnoods moet ontzien.”¹⁵³ Zo kreeg het vennootschappelijk belang een andere rol bij het handelen van aandeelhouders dan bij dat van bestuurders en commissarissen. Anders dan bestuurders en commissarissen hoefden aandeelhouders in de visie van Maeijer niet het vennootschappelijk belang als richtsnoer aan te houden voor de wijze waarop zij hun stemrecht uitoefenen; zij mochten hierbij van hun eigen belang uitgaan. Wel kon het vennootschappelijk belang een grond zijn voor aandeelhouders om in voorkomende gevallen hun stemrecht niet ten dienste van louter hun eigen belang aan te mogen wenden. Voor aandeelhouders had het vennootschappelijk belang dus een negatieve werking: een verbod om in bepaalde gevallen het eigen belang met uitsluiting van andere belangen na te streven.

Tot slot nog een opmerking over de reikwijdte van Maeijer’s vennootschappelijk belang. Evenmin als Löwensteyn maakte Maeijer in zijn beschouwing een expliciet onderscheid tussen de publieke N.V. en de besloten N.V.. Uit bepaalde opmerkingen kan echter worden afgeleid dat Maeijer bij het formuleren van het vennootschappelijk belang vooral de open N.V. voor ogen had. Voorbeelden zijn “*Het economisch leven dat steeds ingewikkelder wordt, heeft behoefte aan vennootschapsbesturen die krachtig en zelfstandig kunnen optreden*”¹⁵⁴ en “*Het vennootschappelijk belang doet zich in de huidige tijd meer en meer gelden als een werkelijk zelfstandige grootheid, die onderscheiden moet worden van het belang van de gezamenlijke aandeelhouders. Het algemeen belang is bij deze ontwikkeling gebaat, omdat hierdoor de stabiliteit, groei en continuïteit van de ondernemingen rechtstreeks worden bevorderd. Onze maatschappij is ermee*

149. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*).

150. HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (noot L.J. Hijmans van den Berg bij *NJ* 1960, 473), *AAe* 1960, 55 m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Distilleerderij Melchers*).

151. HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Aurora*).

152. Over deze arresten is uitgebreid geschreven door Brenninkmeijer in zijn dissertatie over stemovereenkomsten. Zie A.M. Brenninkmeijer, *Stemovereenkomsten van aandeelhouders*, diss. Nijmegen 1973, Van der Heijden-reeks nr. 8, Deventer: Kluwer 1973, p. 79-90. Zie voorts Handboek Van der Grinten 1962, nr. 217.1.

153. Maeijer 1964, p. 153.

154. Maeijer 1964, p. 142.

*gediend dat in het economisch leven krachtige eenheden werkzaam zijn, die blijvend werkgelegenheid verschaffen aan velen.*¹⁵⁵ De focus op de open N.V. lijkt voor Maeijer vooral ingegeven te zijn door de observaties van Hijmans van den Bergh in zijn noot bij het *Forumbank*-arrest, die door Maeijer in de inleiding van zijn oratie enkele malen instemmend werd aangehaald.¹⁵⁶ De vraag of het vennootschappelijk belang ook voor besloten N.V.'s op een vergelijkbare wijze moest worden ingevuld, kwam in het betoog van Maeijer in het geheel niet aan de orde. Het heeft er alle schijn van dat het perspectief van de open N.V. met de oratie van Maeijer en de navolging ervan in het kader van de 'vermaatschappelijking van de onderneming' (zie hieronder §2.7) tot het dominante gezichtspunt in de verdere ontwikkeling van het N.V.-recht is geworden.¹⁵⁷ Van der Grinten's benadering van de N.V. vanuit de kleine, besloten vennootschap en daarmee de door Van der Heijden bepleite historische verwevenheid tussen de N.V. en andere vormen van maatschap en vennootschap lijkt op dat moment definitief te zijn verlaten.

Met zijn oratie over het vennootschappelijk belang bood Maeijer een alternatieve zienswijze op de N.V. ten opzichte van de op de aandeelhouders gerichte visies op de N.V. van Van der Grinten en Löwensteyn. Bij Maeijer kreeg de rechtsoverweging over het belang van de vennootschap in het *Doetinchemse Ijzergieterij* – door Van der Grinten en Löwensteyn nog afgedaan als een afzwaaijer van de Hoge Raad – een nieuwe dimensie als juridische erkenning van een zeker belangenpluralisme binnen de N.V.. Enkele jaren later zou Van der Grinten zelf ook dit belangenpluralisme aanvaarden in een gewijzigde eigen opvatting die sterk tegen die van Maeijer aanlag, terwijl Löwensteyn's model ook in hergeformuleerde vorm uiteindelijk tot een minderheidsopvatting zou verworden (zie hierna §2.7).

2.7 Maatschappelijke ontwikkelingen en de discussie over belangenverbreding binnen de N.V. (1959-1965)

Dat Maeijer's opvatting zich in de rechtsontwikkeling zou doorzetten lag niet alleen aan de intellectuele overtuigingskracht ervan. In belangrijke mate kan het succes van het door Maeijer voorgestane model van de institutionele N.V. worden toegeschreven aan het feit dat deze visie normatief en juridisch gezien het beste aansloot bij de toenmalige maatschappelijke ontwikkelingen. Het door

155. Ibid, p. 156-157.

156. Maeijer 1964, noten 4, 9, 22.

157. De Jongh heeft in dit verband nog gewezen op het arrest van de Hoge Raad inzake *Mante* uit 1964 (HR 30 oktober 1964, *NJ* 1965, 107 m.nt. G.J. Scholten) waarin volgens hem de aanvaarding van de institutionele vennootschapsleer besloten ligt. Zie De Jongh 2014, p. 340.

HOOFDSTUK 2

Maeijer ontwikkelde concept van het vennootschappelijk belang zou een bruikbaar vehikel blijken voor de maatschappelijk gewenste belangenverbreding binnen grote ondernemingen. In zoverre had Maeijer, bewust dan wel onbewust, de toenmalige tijdgeest goed aangevoeld.

2.7.1 *Naoorlogse aandacht voor functioneren van grote ondernemingen*

Zoals hierboven uiteengezet was het idee dat een N.V. was gericht op het behalen van winst voor haar vennoten/aandeelhouders een algemeen aanvaard beginsel in het vennootschapsrecht. Bij Van der Heijden werd de N.V. nog gezien als een vehikel voor samenwerkende vennoten tot het drijven van een gezamenlijke onderneming. Dat de N.V. daarbij uitsluitend op de belangen van de gezamenlijke vennoten was gericht was zodanig vanzelfsprekend dat dit beginsel niet eens expliciet werd benoemd. De N.V. werd in de eerste plaats gezien als een ondernemingsvorm ten behoeve van haar gebruikers, zijnde de vennoten die via de N.V. deelnamen aan het rechtsverkeer. Als zodanig werd haar belangensfeer dan ook overwegend als een private aangelegenheid beschouwd.

Gedurende de bezettingsjaren was dit wezenlijk anders. De stand van het Nederlandse vennootschapsrecht tijdens de Duitse bezetting is kenbaar uit de dissertatie van Bloembergen uit 1943.¹⁵⁸ In de nationaalsocialistische opvatting dienden private ondernemingen uiteindelijk ook op het algemeen welzijn te zijn gericht. Onder het Duitse Aktiengesetz betekende dit volgens Bloembergen dat bestuurders van Duitse ondernemingen in feite volledig door de overheid waren geknecht: *“Wanneer in deze tijd echter één ding vaststaat, dan is het wel de groote macht, die de staat over individuele ondernemingen heeft verkregen. Wie een bedrijf moet leiden, zoals het gemeenschappelijk belang van volk en land dat vereischt, is, als men het scherp wil stellen, weinig meer dan een ambtenaar. Of dit algemeen belang, welker behartiging rechtsplicht is, werkelijk wordt gediend, kan trouwens alléén de staat beoordelen.”*¹⁵⁹ Bloembergen constateerde dat vanwege de actieve rol die de Nederlandse overheid naar Duits voorbeeld in de organisatie van het bedrijfsleven was gaan spelen via onder meer de bedrijfsschappen en bedrijfsorganisaties ook de Nederlandse N.V. op termijn onvermijdelijk naar het Duitse model zou moeten opschuiven: *“Zoolang de N.V. een individualistisch afgestemde rechtsvorm blijft, kan zij theoretisch*

158. E. Bloembergen, *De Naamloze Vennootschap in een tijd van ordening*, diss. Utrecht 1943, Utrecht: H. de Vroede 1944. Het proefschrift van Bloembergen is later onder de aandacht gebracht en besproken door Slagter. Zie W.J. Slagter, ‘Het vennootschapsrecht tijdens de bezettingsjaren’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 17-21.

159. Bloembergen 1943, p. 101.

*niet goed dienen om van een publiekrechtelijke bedrijfsorganisatie deel uit te maken. Daarvoor is nodig, dat het accent meer op het corporatieve element wordt gelegd, zoals dit in het AktG is geschied.”*¹⁶⁰ Wel veroorloofde Bloembergen zich reeds enkele voorstellen tot verbetering van het N.V.-recht voor de periode “na beëindiging van de huidige oorlog”.¹⁶¹ Hierbij overwoog hij dat het hem noodzakelijk voorkwam om voor de nabije toekomst de op dat moment geldende organisatie van het Nederlandse bedrijfsleven te handhaven, zij het met een gereduceerde invloed van overheidswege. Ook de rol van het algemeen belang moest in de vennootschappelijke verhoudingen worden gehandhaafd: “*Het bestuur zal bij zijn handelingen zich er van bewust moeten zijn, dat zijn N.V. als corporatie mededraagster van het algemeen belang is, m.a.w. dat de N.V. een deel van een groter geheel vormt. Zijn werkzaamheid moet er op gericht zijn de N.V. in deze hoedanigheid tot voorspoed en bloei te brengen. Het specifieke belang der aandeelhouders moet daarbij meer op de achtergrond worden geplaatst.*”¹⁶²

Na de Tweede Wereldoorlog kwam in het kader van de wederopbouw van de Nederlandse industrie de aandacht op het functioneren van grote ondernemingen te liggen. In het verlengde hiervan rees ook de vraag of het N.V.-recht in voldoende mate in de maatschappelijke behoeftes kon voorzien die voor de grote Nederlandse ondernemingen bestonden. Deze maatschappelijke behoeften waren op hun beurt weer een uitvloeisel van het besef dat de activiteiten van grote ondernemingen in het economisch en maatschappelijk verkeer niet alleen aan de belangen van de achterliggende aandeelhouders raakten, maar aan een breder geheel van belangen in de maatschappij.¹⁶³ In deze context moest worden gezien of de N.V. binnen de kaders van het toenmalige vennootschapsrecht – dat immers conceptueel was gericht op het belang van enkel de gezamenlijke vennoten – op een zodanige wijze zou kunnen functioneren dat de bij de N.V. betrokken maatschappelijke belangen in voldoende mate zouden zijn geborgd.

160. Ibid, p. 109.

161. Ibid, p. 195. Welke uitkomst Bloembergen voor de naoorlogse situatie voor ogen had, wordt uit zijn dissertatie niet duidelijk. Uit het feit dat hij (volgens Slagter 2001, noot 1) in 1945 bij het Militair Gezag is gaan werken – het dagelijks bestuur van de bevrijde delen van Nederland – mag wellicht worden afgeleid dat Bloembergen hierbij de situatie van een vrij Nederland voor ogen stond.

162. Bloembergen 1943, p. 200.

163. In deze zin bijvoorbeeld Zeylemaker 1946, p. 630-631, waarin hij onder meer wees op het feit dat de grote ondernemingen het land van “*allerlei onmisbare goederen*” voorzagen en aan een zeer groot aantal mensen in loondienst werk verschaften.

HOOFDSTUK 2

Bij de concrete uitwerking van het hierboven weergegeven vraagstuk werd vooral aandacht besteed aan de belangen van werknemers. Reeds in 1951 wijdde Van der Grinten zijn Tilburgse intreerede grotendeels aan het vraagstuk of aan werknemers rechtstreekse zeggenschap in het bestel van formele bevoegdheden binnen de N.V. moest worden gegeven, een vraag die hij op dat moment nog ontkennend beantwoordde.¹⁶⁴ Wel toonde Van der Grinten zich ervan bewust dat bij de grote publieke N.V.'s de belangen van vele werknemers waren betrokken en dat deze belangen vanwege een niet adequaat functioneren van de vennootschappelijke organisatie, in het bijzonder gebrekkig toezicht op het bestuur, in de verdrukking konden raken.¹⁶⁵ Hij weet dit niet adequaat functioneren van het toezicht binnen de N.V. aan het feit dat de AVA bij publieke N.V.'s vanwege de geringe betrokkenheid van de individuele aandeelhouders doorgaans een *“willoos object in handen van het bestuur”* was.¹⁶⁶ Als oplossing voor het gebrek aan tegenwicht tegen het bestuur binnen de publieke N.V.'s memoreerde Van der Grinten aan het belang in een *“onafhankelijke pers, die de bestuurs-gestes bespreekt en zoo noodig becritiseert.”*¹⁶⁷ Zo zou via de pers ‘toezicht’ gehouden moeten worden op de wijze waarop de grote publieke N.V.'s met de buiten de vennootschap gelegen belangen (waaronder die van werknemers) omgingen.

In 1952 kwam Sanders tot dezelfde constatering over het niet adequaat functioneren van de AVA als tegengewicht in het vennootschappelijk bestel binnen de publieke N.V..¹⁶⁸ Sanders overwoog dat de AVA bij publieke N.V.'s niet in staat was gebleken om in de praktijk de haar door de wetgever toebedachte controlerende rol ten opzichte van het bestuur te vervullen, met name vanwege

164. W.C.L. van der Grinten, De structuur der naamloze vennootschap, intreerede Tilburg 1951, Tilburg: Bergmans 1951 in C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Van der Heijden-reeks nr. 77, Deventer: Kluwer 2004, p. 325-334. Zie voor een overzicht van eerdere discussies Ph.A.N. Houwing & W.L. Haardt, *Vennootschapsrecht en medezeggenschap*, preadviezen Vereniging Handelsrecht 1950, Zwolle: Tjeenk Willink 1950.

165. Zie bijvoorbeeld Handboek Van der Grinten 1946, nr. 94.1: *“Het bestuur van de moderne groot-onderneming heeft de belangen van duizenden arbeiders in handen, het beschikt over miljoenen, van werkelijke verantwoording van zijn daden aan een ander orgaan der N.V. is geen sprake.”*

166. Ibid. In lijn met Van der Grinten's benadering van de N.V. vanuit besloten verhoudingen overwoog hij in dezelfde paragraaf voorts: *“Onze wet is niet geschreven voor dergelijke verhoudingen [bij de publieke N.V.]”* en *“Het vennootschappelijk karakter is bij de moderne publieke N.V. weinig sprekend. De doorsnee aandeelhouder gevoelt zich niet vennoot, nog minder ondernemer. De onderneming der N.V. is hem volkomen vreemd. Hem interesseert alleen de koers der aandelen.”*

167. Ibid.

168. P. Sanders, ‘Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap’, in E.M. Meijers et al. (reds.), *Rechtskundige opstellen aangeboden aan prof. R.P. Cleveringa*, Zwolle: Tjeenk Willink 1952, p. 329-362.

het wijdverbreid gebruik van oligarchische constructies in de organisatie van de publieke N.V.'s.¹⁶⁹ De oplossing die Sanders voor het opvullen van deze lacune in het toezicht bepleitte was niet het herstellen van de controlerende rol van de AVA – dit noemde hij het enkel terugzetten van de klok¹⁷⁰ – maar in plaats daarvan het instellen van een vorm van toezicht van buitenaf op grote N.V.'s, uit te voeren door een publiekrechtelijke toezichthouder naar het voorbeeld van de Verzekeringskamer en de Amerikaanse Securities and Exchange Commission (SEC).¹⁷¹ Sanders zag voor deze externe toezichthouder, die hij aanduidde als de 'Vennootschapskamer', voornamelijk taken weggelegd op het gebied van toezicht op financiële verslaggeving en op toezicht op bepaalde openbaarheidsvereisten. Zo zou de interne toezichttaak van de AVA als het ware extern worden uitbesteed. Kennelijk had de AVA voor Sanders definitief afgedaan als geschikte controlerende instantie.

2.7.2 *Commissie Verdam*

Dezelfde benadering ten opzichte van de AVA klonk duidelijk door in het in 1959 verschenen onderzoeksrapport getiteld *De hervorming van de onderneming: herziening van het vennootschapsrecht in verband met medezeggenschap in en toezicht op de onderneming* van de Wiardi Beckman Stichting.¹⁷² Het rapport was geschreven door een groep wetenschappers, onder wie Sanders en Joop den Uyl. Den Uyl, toen nog directeur van de Wiardi Beckman Stichting, was een sleutelfiguur in de toenmalige ontwikkeling binnen de Partij van de Arbeid waarbij in 1959 het algemene streven naar socialisatie uit het partijprogramma was geschrapt.¹⁷³ Met deze wending en de daarin besloten acceptatie van de gevestigde economische orde van het private bedrijfsleven maakte

169. Sanders 1952, p. 330-337.

170. Ibid, p. 338.

171. Ibid, p. 350-362.

172. J. Valkhoff (red.), *De hervorming van de onderneming*, Den Haag: Dr. Wiardi Beckman Stichting 1959, besproken in W.C.L. van der Grinten, 'Herziening van het vennootschapsrecht?', *De N.V.* 1959/60, p. 101-108. Overigens verscheen in 1963 een ander invloedrijk rapport over de hervorming van het ondernemingsrecht, ditmaal afkomstig van de aan de VVD gelieerde B.M. Telderstichting en getiteld *Open ondernemerschap*. Ook dit rapport werd in *De N.V.* besproken door Van der Grinten, zij het dat *De N.V.* anders dan bij het rapport van de Wiardi Beckman Stichting een compleet themanummer aan het rapport van de Telderstichting had ingeruimd. Zie W.C.L. van der Grinten, 'De organisatie van de N.V.', *De N.V.* 1962/63, p. 184-186.

173. Zie P. Kalma, 'De politieke erfenis van Joop den Uyl', Den Uyl-lezing 2012, bron: <<http://www.wbs.nl>>.

HOOFDSTUK 2

Den Uyl de PvdA tot een aanvaardbare gesprekspartner voor de andere politieke partijen in de discussie over de herziening van het ondernemingsrecht.¹⁷⁴ De inzet van het rapport was niet om het gevestigde organisatiemodel van bedrijven te wijzigen, bijvoorbeeld naar een vorm van arbeiderszelfbestuur of overheidsbestuur, maar om binnen de bestaande kaders een democratisering van het bedrijfsleven te bewerkstelligen.¹⁷⁵ De auteurs van het rapport gaven concrete invulling aan deze democratiseringsgedachte met voorstellen om de samenstelling van de RvC bij grote ondernemingen zodanig voor te schrijven dat slechts nog 1/3 van de leden van de RvC door de aandeelhouders benoemd zouden kunnen worden. De andere leden van de RvC zouden dwingendrechtelijk elk voor 1/3 door de ondernemingsraad en van overheidswege worden benoemd. Met deze gewijzigde samenstelling ging voorts een verzwaring van de rol en bevoegdheden van de RvC gepaard om zo een controlerend blok tegenover het bestuur in grote ondernemingen te kunnen plaatsen. In deze voorstellen waren de grondtrekken zichtbaar van de in 1971 ingevoerde structuurregeling.

In de passages van het rapport over het functioneren van de toezichts- en controlemechanismen binnen het toenmalige N.V.-recht voor grote ondernemingen was duidelijk de hand van Sanders zichtbaar. Eén van de centrale bevindingen waar de auteurs van het rapport hun aanbevelingen op baseerden was de constatering dat sprake was van een machtsconcentratie bij de besturen van de grote ondernemingen en dat de mogelijkheden tot controle op het door hen gevoerde beleid ernstig waren verzwakt.¹⁷⁶ Dit werd met name toegeschreven aan het tekortschieten van de controlerende functie van de AVA; de verantwoordingsplicht van het bestuur aan de AVA en het toezicht van de AVA op het bestuur zou in de praktijk weinig om het lijf hebben.¹⁷⁷ Van der Grinten vond deze opvatting van de auteurs van het rapport te ver gaan. Hij stelde in reactie onder meer dat “*de directie van een N.V. de critiserende aandeelhouders allerminst*

174. Zie Van der Grinten 1959, p. 102: “*Deze verdere ontwikkeling van het socialistisch denken over de maatschappelijke orde lijkt mij van grote waarde, omdat zij de aanvaarding betekent van ons maatschappelijk bestel met zijn ondernemingsgewijze productie en daarmee de basis aanwezig is voor een verder gesprek over de ontwikkeling van dit maatschappelijk bestel met aanhangers van andere geestesrichtingen.*”

175. Kalma 2012, p. 7. Over de motieven van Den Uyl bij dit rapport vermeldt Kalma het volgende: “*Den Uyl’s voorstellen waren mede ingegeven door de vrees dat het bedrijfsleven de invloed van de overheid weer wilde verminderen [ten opzichte van de naoorlogse situatie]. Zonder een verdergaande spreiding van welvaart en bedrijfsdemocratisering, schrijft hij, ‘betekent het terugdringen van de overheid onvermijdelijk een herleving van de kapitalistische krachten in onze samenleving.’*”

176. Rapport Wiardi Beckman Stichting 1959, p. 135.

177. Ibid, p. 37 e.v..

*als een quantité négligable pleegt te beschouwen.*¹⁷⁸ Wel erkende hij, in lijn met zijn eerdere opvattingen, dat de AVA wellicht niet het aangewezen orgaan was om adequaat toezicht op het bestuur van grote N.V.'s van te verwachten.¹⁷⁹

De ideeën van Sanders en Van der Grinten zouden uiteindelijk samenkomen in het rapport *Herziening van het Ondernemingsrecht* van de Commissie Ondernemingsrecht van 26 november 1964 (doorgaans aangeduid als het rapport van de 'Commissie Verdam' naar haar voorzitter).¹⁸⁰ De Commissie Verdam was in 1960 ingesteld ter uitvoering van het in de Regeringsverklaring van 26 mei 1959 neergelegde streven om een onderzoek te laten verrichten naar de wenselijkheid van een herziening van het ondernemingsrecht, welk streven op haar beurt weer was ingegeven door eerdere mislukte aanzetten hiertoe uit 1948 en 1956.¹⁸¹ De opdracht van de Commissie Verdam spitste zich in het bijzonder toe op het vraagstuk van hoe met de werknemersbelangen in grote ondernemingen moest worden omgegaan en in hoeverre er behoefte bestond aan borging van deze belangen binnen het vennootschappelijk bestel. Met de Commissie Verdam werd dus een regeringscommissie ingesteld om te adviseren over het vormgeven van de maatschappelijk erkende verbreding van de belangensfeer bij grote ondernemingen.

De samenstelling van de Commissie Verdam, ingesteld door Minister Beerman (CHU) uit het kabinet De Quay (KVP, ARP, CHU, VVD) vormde een bijzondere afspiegeling van de toenmalige politieke verhoudingen. Ondanks het feit dat de PvdA destijds niet in de regering zat, was toch een aanzienlijk deel van de zestienkoppige commissie uit PvdA-kringen afkomstig, waaronder vijf van de auteurs van het hierboven beschreven rapport van de Wiardi Beckman Stichting.¹⁸² De voorzitter van de Commissie, Pieter Verdam, behoorde tot de ARP, maar vanuit de confessionele hoek was met name de KVP sterk vertegenwoordigd, onder meer met Van der Grinten. De Commissie Verdam was weliswaar intern verdeeld, maar bleek toch in staat om een deugdelijk en inzichtrijk rapport op te leveren inclusief uitgewerkte voorontwerpen van verschillende nieuwe en/of gewijzigde wetten. Dit rapport zou uiteindelijk eind 1964 aan de nieuwe Minister van Justitie Scholten worden aangeboden.

178. Van der Grinten 1959, p. 103.

179. Vgl. Handboek Van der Grinten 1946, nr. 94.1, waarin hij opmerkte dat aandeelhoudersvergaderingen bij publieke N.V.'s doorgaans een 'farce' waren.

180. Commissie Ondernemingsrecht, *Herziening van het Ondernemingsrecht*, rapport van de commissie ingesteld bij beschikking van de Minister van Justitie van 8 april 1960, Den Haag: Staatsuitgeverij 1965.

181. De voorgeschiedenis is kenbaar uit de rede van de Minister van Justitie van 20 juni 1960, gehouden bij gelegenheid van de installatie van de Commissie Verdam. Zie Rapport Commissie Verdam 1964, p. 1-5.

182. Dit waren naast Sanders en Den Uyl ook J. Valkhoff, L. de Vries en M. van der Stoel.

HOOFDSTUK 2

De uit het rapport kenbare stemverhoudingen binnen de Commissie Verdam zijn interessant.¹⁸³ Bij vele onderwerpen tekende zich een vaste meerderheid van negen leden af tegen een vaste minderheid van zeven leden. De staande meerderheid werd gevormd door de vijf aan de PvdA gelieerde leden (Den Uyl, Van der Stoel, De Vries, Valkhoff en Sanders). Ook de leden vanuit de ARP (Verdam en De Gaay Fortman) bevonden zich aan de zijde van de meerderheid. De KVP was verdeeld: Romme en Rutten stemden met de meerderheid, terwijl de KVP'ers vanuit de 'ondernemerskant' (Van den Brink, Van der Grinten) zich samen met de CHU en de VVD in de minderheid bevonden.¹⁸⁴ In de meerderheid bestond een aparte afsplitsing voor wie bepaalde voorstellen niet ver genoeg gingen. Dit blok bestond uit vier van de aan de PvdA gelieerde leden; alleen Sanders sloot zich niet bij hen aan. De standpunten van dit blok zijn in het rapport separaat opgenomen als minderheidsstandpunten.

Vanwege de stemverhoudingen in de Commissie Verdam kan wel worden gezegd dat dit rapport gedeeltelijk in een logisch verlengde ligt van het eerdere rapport vanuit de Wiardi Beckman Stichting. In het denken over de positie van de aandeelhouders in de grote ondernemingen is dit ook duidelijk zichtbaar. De positiebepaling van de Commissie Verdam ten aanzien van de aandeelhouders (kapitaalverschaffers) van grote ondernemingen ging uit van een passieve aandeelhouder-belegger die slechts op koers en dividend was gericht en die deskundigheid en betrokkenheid miste bij belangrijke beslissingen voor de onderneming. Ook ging de Commissie Verdam ervan uit dat individuele aandeelhouders als gevolg van de spreiding van het aandelenkapitaal en de aanwezigheid van oligarchische regelingen slechts weinig invloed op de gang van zaken in de onderneming kon uitoefenen. Hiermee volgde de Commissie Verdam vrijwel letterlijk de lijn die Sanders meer dan tien jaar geleden al had uitgestippeld. Opmerkelijk genoeg merkte het rapport in aanvulling op deze beschouwing wel het volgende op: *“Dit betekent niet, dat de aandeelhoudersvergadering is te beschouwen als een quantiténégligable. Haar betekenis blijkt vooral, als de gang van zaken in de onderneming financieel of anderszins onbevredigend is; van het besef dat daarmee rekening moet worden gehouden, gaat preventieve werking uit.”*¹⁸⁵ De opvallende woordelijke gelijkenis met het hierboven weergegeven citaat van Van der Grinten dat hij enkele jaren daarvoor

183. Rapport Commissie Verdam 1964, p. 9.

184. Dat Romme en Van der Grinten bepaald verschillend dachten over de inbedding van sociale vraagstukken in het vennootschappelijk bestel was reeds eerder gebleken. Zie bijvoorbeeld de kritiek die Van der Grinten in zijn Tilburgse rede uitte ten aanzien van de dissertatie van Romme, Van der Grinten 1951a, p. 326-334.

185. Rapport Commissie Verdam 1964, p. 13.

in reactie op het rapport van de Wiardi Beckman Stichting had geformuleerd, doet ter zake van de passages uit het rapport van de Commissie Verdam over de positie van aandeelhouders een compromistekst tussen Sanders en Van der Grinten vermoeden.

2.7.3 *Structuurregeling*

Zoals bekend markeerde het rapport van de Commissie Verdam het begin van de ontwikkeling die uiteindelijk zou leiden tot invoering van de structuurregeling en tot herziening van enkele andere wetten op het gebied van het vennootschapsrecht. Zo kreeg onder meer het enquêterecht, dat sinds de invoering in het WvK 1929 vanwege een gebrek aan op te leggen sancties en vanwege de in de wet voorgeschreven kostenverdeling feitelijk een slapend bestaan had geleid, een herziene wettelijke regeling. Ook op andere gebieden leidden de bevindingen van de Commissie Verdam tot wetgevingsinitiatieven. De voorstellen van de Commissie Verdam zijn afzonderlijk voorgelegd aan de SER, die tussen 1966 en 1969 over de voorstellen heeft geadviseerd,¹⁸⁶ daarna zijn de betreffende voorstellen van wet ingediend. Het advies van de SER over de door de Commissie Verdam voorgestelde structuurwijzigingen van de N.V.¹⁸⁷ verscheen uiteindelijk pas in september 1969.¹⁸⁸ Dat de SER er meer vier jaar over heeft gedaan om tot een eenstemmig advies betreffende dit voorstel te komen werd in de Memorie van Toelichting bij het betreffende wetsvoorstel toegeschreven aan een “aanvankelijk onoverbrugbaar schijnend verschil van inzicht” binnen de SER.¹⁸⁹ Waaraan het aanvankelijk onoverbrugbare verschil van inzicht moet worden toegeschreven werd in het SER-advies en in de toelichting op het daaropvolgende wetsvoorstel niet expliciet vermeld. Gelet op de inhoud van het betreffende voorstel van de Commissie Verdam (uitbreiding bevoegdheden RvC en verplicht benoemingsrecht werknemers voor één of twee commissarissen) ligt de conclusie voor de hand dat deze voorstellen voor de werkgeversleden van de SER onacceptabel waren, terwijl de werknemersleden mogelijk op nog verdergaande voorstellen zinden.

Dat de SER zich in het uiteindelijke advies grotendeels achter het voorstel van de Commissie Verdam heeft geschaard, wijst op een (vrijwel volledige) *tour-nure* aan de zijde van de werkgevers. Ook de reden voor deze ommezwaai wordt in het eindrapport niet expliciet vermeld. De opmerkingen in de inleiding van het

186. Zie voor verwijzingen Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 6.

187. Rapport Commissie Verdam 1964, p. 98-129.

188. SER-advies *De Herziening van het Ondernemingsrecht* 1969/14 van 19 september 1969, bron: <<http://www.ser.nl>>.

189. Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel tot wijziging van het Wetboek van Koophandel inzake voorzieningen met betrekking tot de structuur der naamloze en besloten vennootschap, *Kamerstukken II*, 1969/70, 10 751, nr. 3, p. 1-2.

HOOFDSTUK 2

rapport over maatschappelijke ontwikkelingen en een algemeen gevoel van onbehagen zijn echter veelzeggend. Het heeft er alle schijn van dat de werkgeversvertegenwoordigers binnen de SER in het licht van de maatschappelijke opstanden van 1968 in binnen- en buitenland een pragmatische draai hebben willen maken met het oogmerk om erger te voorkomen.¹⁹⁰ Illustratief is het volgende citaat uit de inleiding: *“Thans staat men voor de opgave de organisatie van de voortbrenging opnieuw aan te passen aan de zich wijzigende behoeften van de samenleving, meer in het bijzonder als gevolg van enerzijds de gewijzigde positie van de onderneming in de maatschappij en van veranderende machtsverhoudingen binnen de onderneming, anderzijds van de omstandigheid dat de bij die voortbrenging betrokken mensen tot hogere ontwikkeling en tot grotere maatschappelijke mondigheid komen. Hieruit zijn spanningen en gevoelens van onbehagen en machteloosheid voortgevloeid, die nog worden versterkt doordat in vergelijking met vroegere perioden veel grotere groepen van de bevolking, en dus ook van de werknemers, de sociaal-economische situatie bewuster beleven. (...) Voorts heeft een meer algemeen en geaccentueerd gelijkheidsstreven voor vele groepen nieuwe, gevarieerde aspiratiepatronen doen ontstaan. Van de door dit alles veroorzaakte kritische instelling maakt die ten opzichte van de ondernemingsstructuur dus een deel uit.”*¹⁹¹ Tussen de regels door beschrijft dit citaat een revolutionaire geest. Teneinde die geest in de fles te houden, nam de SER inclusief het smaldeel van de werkgevers alsnog de voorstellen van de Commissie Verdam van vier jaar eerder over. Hiermee was de belangenverbreding binnen de grote N.V. definitief een feit.

2.8 Uitleiding

Met het uit het rapport van de Commissie Verdam voortgekomen wetsvoorstel inzake de structuurregeling zou de interne organisatie van de grote N.V. en daarmee de positie van de aandeelhouders binnen een dergelijke N.V. op ingrijpende wijze worden gewijzigd. De blauwdruk voor de inrichting van de N.V. en de machts- en bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende organen zou hiermee een definitieve juridische vorm krijgen die tot aan het begin van de 21ste eeuw in vrijwel ongewijzigde vorm gehandhaafd zou blijven. Tevens was met de discussie over de belangenverbreding binnen de N.V. definitief het beeld van de kleine N.V. als besloten ondernemingsvorm gekanteld naar een bepalend beeld van de grote publieke N.V. als maatschappelijk instituut. Aandeelhouders waren in de maatschappelijke perceptie verworpen tot enkel beleggers. Juridisch gezien waren zij op afstand van de N.V. gezet als gevolg van de machtsverschuiving naar de RvC in de structuurregeling. Van een werkelijke verschuiving

190. In deze zin ook Raaijmakers Th. 2006, p. 315.

191. SER-advies herziening ondernemingsrecht 1969, p. 5-6.

was in de ogen van de politiek, gevoed door wetenschappers als Sanders en Van der Grinten, echter geen sprake. De aandeelhouders werd immers geen feitelijke macht ontnomen, er werd slechts voorzien in het opvullen van een lacune in de interne controle die de aandeelhouders in publieke N.V.'s hadden laten vallen.

Tegen de achtergrond van de hierboven beschreven belangenverbreding binnen de N.V. en de daarmee verband houdende structuurwijzigingen werd eind jaren '60 ook het pleit beslecht in de wetenschappelijke discussie over de inhoud en strekking van het vennootschappelijk belang. In de achtste druk van het Handboek uit 1968 gaf Van der Grinten, die tot dan toe altijd had volgehouden dat de N.V. was gericht op de belangen van de gezamenlijke aandeelhouders, een eigen opvatting terzake van het vennootschappelijk belang die was geënt op het uitgangspunt van het belangenpluralisme binnen de vennootschap. Zijn aldaar geformuleerde visie wordt sindsdien aangeduid als de 'resultante-benadering': *“Deze term [het vennootschappelijk belang] is vrij vaag. Zij duidt in het bijzonder aan, dat aan de vennootschap als institutie belangen zijn verbonden, die zijn onderscheiden van de directe belangen van aandeelhouders. Wat als vennootschappelijk belang kan gelden, is de resultante van afweging van belangen van allen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken.”*¹⁹² En passant erkende Van der Grinten hiermee ook nog de eigenheid van de N.V. als 'institutie', waarmee hij zich definitief achter Maeijer's uitleg van de strekking van de rechtspersoonlijkheid van de N.V. lijkt te hebben geschaard. Het resultaat van deze wending van Van der Grinten is geweest dat zijn resultante-benadering en de holistische benadering van Maeijer sindsdien als min of meer gelijke grootheden in de rechtswetenschap naast elkaar hebben bestaan. Alle wetenschappelijke verhandelingen van na 1968 over het thema vennootschappelijk belang zijn tot aan de Rotterdamse oratie van Timmerman uit 2009¹⁹³ in feite variaties op de door Maeijer en Van der Grinten geformuleerde thema's geweest.

Löwensteyn moet deze ontwikkeling met lede ogen hebben aangezien. In een opstel in de NJV-bundel uit 1970 probeerde hij nog één keer om zijn eigen op de winst ten behoeve van de huidige en toekomstige aandeelhouders gerichte model ten opzichte van het vennootschappelijk belang van Maeijer en Van der

192. E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamlooze Vennootschap*, 8e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: Tjeenk Willink 1968, nr. 233. In de latere drukken van het Handboek in de bewerking van Van der Grinten is de uitwerking van het begrip vennootschappelijk belang telkens opgenomen in nr. 231.

193. L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', oratie Rotterdam 2009, *Ondernemingsrecht* 2009, 2.

HOOFDSTUK 2

Grinten te rehabiliteren.¹⁹⁴ Löwensteyn constateerde dat de neiging om de rechtspersoon “*allerlei eigenschappen en attributen van de natuurlijke persoon toe te schrijven*” was doorgesloten.¹⁹⁵ Hij presenteerde vervolgens een alternatieve lezing van het begrip belang van de vennootschap, wat hij een verwarrende term vond en betoogde dat dit belang ook vertaald kon worden als het doel van de vennootschap om winst te maken ten behoeve van haar aandeelhouders als winstgerechtigden. Hij nam voorts krachtig stelling tegen de idee dat ook het algemeen belang via het vennootschappelijk belang ingang zou moeten vinden.¹⁹⁶ Tot slot stelde Löwensteyn dat ook het meewegen van de belangen van werknemers in het kader van het vennootschappelijk belang niet tot bevredigende uitkomsten kon leiden (“*Tegengestelde belangen kan men hoogstens tegen elkander afwegen.*”) en dat hij in plaats daarvan meer heil zag in het via wetgeving veiligstellen van bepaalde belangen van werknemers.¹⁹⁷ Uit deze verkorte weergave wordt duidelijk dat Löwensteyn’s opvattingen zich op dat moment op al deze punten buiten de heersende meningen en tegen de toenmalige maatschappelijke stromingen in bevonden. Tot enige navolging van zijn opvattingen is het daarna dan ook niet meer gekomen.

Aldus aangekomen in het jaar 1971 was het fundament voor de klassieke N.V. voltooid. De N.V. was gericht op de grote onderneming, had een institutioneel karakter en bood via de norm van het vennootschappelijk belang en via de invloed van de ondernemingsraad op de samenstelling van de RvC een (rechts) ingang voor een breder pallet aan belangen. De belangen van de aandeelhouders waren van hoogste gezag gaandeweg naar de achtergrond getreden. Het bestuur van de N.V. had zich juridisch, feitelijk en normatief van een sterke positie weten te verzekeren, maar was ingevolge de structuurregeling onder toezicht van een sterker gemaakte RvC gesteld. Ten aanzien van de arbeiders/werknemers was de Nederlandse polder in staat gebleken om grote onlusten te voorkomen door deze groep als het ware in het vennootschappelijk bestel in te kapselen. Zo was de N.V. verworden tot een maatschappelijk instituut. Op deze basis zou het Nederlandse bedrijfsleven in het algemeen en de Nederlandse beursvennootschap in het bijzonder in de decennia erna voortbouwen.

194. F.W.J. Löwensteyn, ‘De N.V. als raakpunt van contraire belangen’, in H.C.F. Schoordijk et al (reds.), *Honderd jaar rechtsleven*, lustrumbundel van de Nederlandse Juristen Vereniging, Zwolle, Tjeenk Willink 1970, p. 85-99.

195. Löwensteyn 1970, p. 86.

196. Ibid, p. 97-98. Zie voor een eerdere en even krachtige kritiek C.A. Boukema, ‘Algemeen belang en ondernemingsbelang in het nieuwe ondernemingsrecht’ in H.L. Bakels et al. (reds.), *Op de grenzen van komend recht*, liber amicorum J.H. Beekhuis, Deventer/Zwolle: Tjeenk Willink & Kluwer 1969, p. 53-65.

197. Löwensteyn 1970, p. 99.

Hoofdstuk 3. Wegbereiders voor het nieuwe ondernemingsrecht in markt, politiek, beleid en wetenschap (1971-1999)

3.1 Inleiding

Het vorige hoofdstuk eindigde met de constatering dat het fundament van het klassieke ondernemingsrecht in 1971 was voltooid. In dit klassieke ondernemingsrecht was de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in juridisch, feitelijk en normatief opzicht niet bepaald sterk. De aandeelhouder in een grote publieke onderneming – zowel in zijn individuele hoedanigheid als ook via zijn deelname in de collectieve hoedanigheid van de AVA – had onder het regime van de klassieke structuurregeling slechts beperkte formele bevoegdheden. Zijn juridische positie was doorgaans bij statuten nog verder beknod door oligarchische regelingen of anderszins beperkt door een niet-statutaire beschermingsconstructie. Mede hierdoor was het voor individuele aandeelhouders vaak onmogelijk om enige invloed van betekenis op de besluitvorming in de AVA uit te oefenen, bijvoorbeeld vanwege de aanwezigheid van een Stichting Administratiekantoor als controlerende aandeelhouder of omdat de besluitvorming in de AVA zich vanwege een N.V. Gemeenschappelijk Bezit of een andere stapelconstructie niet tot materiële aangelegenheden van de onderneming kon uitstrekken. De vennootschapsleiding van een Nederlandse beursonderneming was in deze situatie juridisch gezien in hoge mate afgeschermd van ‘vreemde invloeden’ in de rangen van aandeelhouders zoals een vijandige bieder of een opstandige (minderheids)aandeelhouder.

Naast de in hoofdstuk 2 geschetste juridische context waren er in het bestel van interne verhoudingen in beursvennootschappen ook feitelijke stabilisatoren aanwezig. Het fundament van het aandeelhoudersbestand van een Nederlandse beursvennootschap werd veelal gevormd door een groep Nederlandse financiële instellingen en pensioenfondsen die aandelenpakketten van enige omvang hielden. Deze vermogensbeheerders stelden zich doorgaans op als passieve beleggers, maar zij konden in bijzondere situaties zoals een overnamestrijd soms wel een doorslaggevende rol opeisen. Een voorbeeld is de beslissende wending die verzekeraar Nationale Nederlanden in 1987 als aandeelhouder van Kluwer gaf aan de biedingenstrijd rond Kluwer tussen Wolters Samson en Elsevier.¹ Een

1. Beschreven in M. Tamminga, *De uitverkoop van Nederland, hoe een ondernemend land geveild werd*, Amsterdam: Prometheus 2009, p. 81.

HOOFDSTUK 3

andere stabilisator was de onderlinge verwevenheid van de grote Nederlandse ondernemingen via het netwerk van commissariaten van gewezen topbestuurders. Beroemd is de stelling uit 1968 van vakbondsbestuurder en latere staatssecretaris Mertens dat de Nederlandse economie werd gedomineerd door een “old boys network” van om en nabij tweehonderd man.² Hoewel Mertens destijds geen namen noemde, is het beeld van concentratie van invloed bij een besloten kring van topfunctionarissen, de inbedding in de ‘BV Nederland’ en de daarmee gepaard gaande onderlinge sociale controle binnen het netwerk ook nadien nog blijven voortleven.³ Feit is dat bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen lange tijd een relatief homogene groep vormden. Voor individuele leden was voortdurende acceptatie binnen deze groep vanwege de verwevenheid van de onderlinge professionele en sociale netwerken van groot belang. Deze groepsdynamiek droeg zo bij aan een relatief behoudende bestuurscultuur die onder meer uitging van gezamenlijk gedeelde – of opgelegde – normen van fatsoen.⁴ Voor deze bestuurders en commissarissen was bijvoorbeeld het exclusief sturen op aandeelhouderswaarde niet vanzelfsprekend, zo niet tegennatuurlijk. Daartoe strekkende vermaningen vanuit aandeelhouders vonden bij hen dan ook weinig gehoor.

Nu het voor aandeelhouders juridisch gezien niet mogelijk was om tegen de wil van de vennootschapsleiding in wezenlijke invloed op de gang van zaken binnen beursvennootschappen uit te oefenen, betekent de aanwezigheid van de hierboven beschreven stabilisatoren dat ook de feitelijke macht en invloed van aandeelhouders in beursvennootschappen gering was. Anders gezegd: zowel de

-
2. Voordracht P.J.J. Mertens gehouden voor de NKV-afdeling te Sneek op 19 oktober 1968: “*In Nederland hebben wij in ons economisch bestel te maken met (...) een lijnenspel. De gehele economie in ons land is in handen van rond tweehonderd personen. Van een groep mensen die elkaar goed kennen en elkaar frequent ontmoeten in verschillende colleges. Het is een evenzo deskundige, financieel sterke als beangstigende groep.*” Dit citaat is opgenomen in J.R.M. van den Brink, *Zoeken naar een ‘Heilstaat’, opbouw, neergang en perspectief van de Nederlandse welvaartstaat*, Amsterdam: Elsevier 1984, p. 381.
 3. Zie M. Fennema & E.M. Heemskerk, *Nieuwe netwerken, de elite en de ondergang van de nv Nederland*, Amsterdam: Bert Bakker 2008, in het bijzonder p. 23-68.
 4. Veelzeggend in dit verband is de titel van een interview van J. Koelewijn met twaalf bestuursvoorzitters van Nederlandse beursvennootschappen uit 1998: “*Wij zijn fatsoenlijk, burgerlijk. Zeg maar een beetje truttig*”, een citaat van toenmalig DSM-topman De Bree. In hetzelfde interview tekende Koelewijn op hoe vanuit de kring van bestuursvoorzitters werd gedacht over ‘buitenstaanders’ zoals de toenmalige Philips-manager Pieper: “*Van het type Roel Pieper, de tweede man van Philips, moeten ze weinig hebben. Een man die van baan naar baan gaat, vele miljoenen verdient en daar ook rond voor uitkomt, een man die voordat hij begint al onderhandelt over zijn vertrekpremie – vooruit, het kán heilzaam zijn voor een onderneming om zo iemand binnen te halen. Maar voor hen maakt het één ding duidelijk: die onderneming verkeert in grote nood.*” Zie J. Koelewijn, *Alleen winnaars overleven, interviews met topondernemers*, Amsterdam: Prometheus 2001, p. 28.

formele- als ook de materiële positie van aandeelhouders in beursvennootschappen bleven relatief zwak. Dit was zo in 1971, maar ook rond de eeuwwisseling kwam men deze situatie nog tegen.

Ter illustratie kan worden gewezen op de beschrijving over de governance van ABN AMRO Holding N.V. in het jaarverslag over het boekjaar 2000.⁵ ABN AMRO was in die tijd nog een structuurvennootschap, waardoor het recht tot benoeming en ontslag van bestuurders bij de RvC berustte en de RvC onder het toenmalig wettelijke systeem van coöptatie haar eigen leden kon benoemen en ontslaan. Leden van de RvC werden telkens benoemd voor een periode van vier jaar, leden van de raad van bestuur werden voor onbepaalde tijd benoemd, althans voor een periode tot het bereiken van de verplichte pensioenleeftijd van 62 (p. 79-82). De RvC bestond uit vijftien leden en telde onder meer de toenmalige bestuursvoorzitters van Ahold (Van der Hoeven), Unilever (Burgmans) en KPN (Dik) in de gelederen. Ook de voormalig bestuursvoorzitters van AkzoNobel (Loudon), DSM (Van Liemt), Royal Dutch Shell (Van Engelshoven), Hoogovens (Van Veen) en Campina Melkunie (Overmars) hadden zitting in de RvC, evenals de voormalig bestuursvoorzitters van ABN (Hazelhoff), AMRO (Nelissen) en de combinatie ABN AMRO (Kalf). Leden van de RvB en RvC waren tevens bestuurders van de Stichting Prioriteit ABN AMRO Holding waaraan als houder van één prioriteitsaandeel onder de statuten van ABN AMRO Holding onder meer het recht toekwam om het aantal leden van de RvB en RvC vast te stellen en om statutenwijzigingen bij ABN AMRO Holding goed- dan wel af te keuren (p. 86-87).

Het aandelenkapitaal van ABN AMRO Holding was verdeeld in gewone aandelen en preferente aandelen, waarvan de laatstgenoemde waren gecertificeerd. Als zodanig hield Stichting Administratiekantoor ABN AMRO Holding 49,06% van het uitstaande aandelenkapitaal. Begin 2000 waren de administratievoorwaarden van de Stichting Administratiekantoor aangepast teneinde certificaathouders de mogelijkheid te geven om stemvolmachten van de Stichting Administratiekantoor op te vragen, iets wat voor die tijd niet mogelijk was. Wel kon de Stichting Administratiekantoor het verstrekken van de gevraagde volmachten onder bepaalde omstandigheden weigeren, een regeling die in essentie overeenkwam met het latere artikel 2:118a BW. Ook kon de Stichting Administratiekantoor naar eigen inzicht stemmen op de preferente aandelen waarvoor géén volmacht was gevraagd (p. 86-87). Het bestuur van de Stichting Administratiekantoor bestond uit drie personen

5. Versie zoals via een Form 20-F gedeponneerd bij de Amerikaanse Securities and Exchange Commission op 9 mei 2001, te raadplegen via het EDGAR-systeem op <<http://www.sec.gov>>.

HOOFDSTUK 3

en werd naast voormalig functionarissen van de Nederlandse Participatiemaatschappij N.V. (NPM) en Shell gecompliceerd door ABN AMRO's toenmalige bestuursvoorzitter Groenink.

Van de gewone aandelen in ABN AMRO Holding werd blijkens het jaarverslag in 2000 nog 10,36% gehouden door ING Groep N.V.. Een jaar eerder was dit percentage zelfs nog 19,27% geweest. Ook hield ING 17,63% van de certificaten van preferente aandelen. Andere houders van substantiële belangen in certificaten van preferente aandelen ABN AMRO Holding waren Aegon N.V. (16,23%), Fortis N.V. (10,33%), Rabobank Nederland (10,31%) en Van Lanschot (via beleggingsfonds De Zonnewijzer, 13,55%), terwijl Delta Lloyd Leven een jaar eerder ook nog een belang van 9,90% had (p. 86). Voorts was door de AVA van ABN AMRO Holding, laatstelijk in 1999, een Commissie van Aandeelhouders ingesteld waaraan onder meer de bevoegdheden van de AVA tot het voordragen van kandidaten voor benoeming in de RvC waren gedelegeerd. Deze commissie werd voorgezeten door de voorzitter van de RvC en bestond voorts uit een zeer divers gezelschap waaronder de directeur van het Amsterdams Historisch Museum, de directeur van het bedrijfspensioenfonds van de Nederlandse Spoorwegen, een advocaat, een notaris en een arts (p. 92-93).

Toch was er in de dertig jaar sinds 1971 wel degelijk iets veranderd. Zo liet Minister van Financiën Zalm in 1999 optekenen: “[M]ede door de internationalisatie van de kapitaalmarkten en de emancipatie van aandeelhouders is er echter een verhoogde aandacht voor de rol van de aandeelhouders in de corporate governance van de onderneming ontstaan. Ook het toegenomen institutionele aandelenbezit rechtvaardigt een meer geprononceerde positie van de aandeelhouders.”⁶ Illustratief waren voorts de uitverkiezingen voor de jaarlijkse “Topman van het Jaar”-prijzen van het Managers Netwerk Nederland van achtereenvolgens Ahold-bestuursvoorzitter Van der Hoeven (1999) en Philips-topman Boonstra (2000), beiden zelfverklaarde proponenten van het voeren van een in hoofdzaak op “shareholder value” gerichte ondernemingsstrategie.⁷ Ook op andere vlakken was er beweging in het denken over de rol en functie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Terugkijkend kan worden geconstateerd dat de positie van aandeelhouders in juridisch en feitelijk opzicht sinds 1971 weliswaar nagenoeg onveranderd was gebleven, maar dat de opvattingen

-
6. Brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 10 mei 1999 houdende de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance (Commissie Peters II), *Kamerstukken II* 1998/99, nr. 8 p. 6.
 7. Zie J. Smit, *Het Drama Ahold*, Amsterdam: Balans 2004 (Van der Hoeven) en M. Metzke, *Let's make things better*, Nijmegen: Sun 1997 (Boonstra).

over de rol van aandeelhouders in *normatief* opzicht als gevolg van verschillende ontwikkelingen waren gedraaid. Anders gezegd: er was rond de eeuwwisseling niet zozeer een verandering opgetreden in wat de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen *was*, maar des te meer in het denken over wat deze positie *zou moeten zijn*.

Dit hoofdstuk geeft een overzicht van de ontwikkelingen tussen 1971 en grofweg 1999 die aan de hierboven genoemde verschuiving op normatief niveau ten grondslag lagen, althans aan deze verschuiving hebben bijgedragen. Aan de beschrijving van de normatieve verschuivingen in de (rechts)economische wetenschap is een apart hoofdstuk gewijd (zie hoofdstuk 4 hierna). Dit hoofdstuk richt zich vooral op een beschrijving van relevante gebeurtenissen en ontwikkelingen in de politiek, economie en maatschappij, in ruime zin begrepen als het krachtenveld waarin Nederlandse beursvennootschappen in de relevante tijdsperiode opereerden. De in dit hoofdstuk beschreven ontwikkelingen zijn hoofdzakelijk niet-juridisch van aard, maar deze ontwikkelingen hebben wel aan de basis gestaan van de wijzigingen in het juridisch bestel die in de jaren na de eeuwwisseling in de Nederlandse wet- en regelgeving zijn doorgevoerd (zie hoofdstuk 5).

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. Paragraaf 3.2 beschrijft de veranderende opvattingen in het Nederlandse regeringsbeleid in de jaren '70 en '80 over de verhouding tussen markt en overheid. In deze paragraaf zet ik uiteen dat de kiem voor het marktgeoriënteerde liberaliseringsbeleid van de kabinetten Paars I en II van de jaren '90 in feite reeds in de jaren '80 is gezaaid. In paragraaf 3.3 worden de relevante discussies over het functioneren van de Nederlandse kapitaalmarkt beschreven, culminerend in het compromis over de regulering van beschermingsconstructies uit 1992 tussen de beheerder van de Amsterdamse Effectenbeurs, de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) en de belangenvereniging voor beursvennootschappen, de Vereniging van Effectenuitgevende Ondernemingen (VEUO). Paragraaf 3.4 beschrijft de gelijktijdige verschuivingen in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursondernemingen als gevolg van onder meer wijzigingen in beleggingsbeleid van pensioenfondsen en veranderingen in de wijze van handel op internationale effectenmarkten. Paragraaf 3.5 beschrijft de verhoging van de politieke druk op beschermingsconstructies vanuit de regering in de tweede helft van de jaren '90 en de reactie vanuit de effectenbeurs in de vorm van de rapporten en aanbevelingen van de Commissie Peters. Paragraaf 3.6 beschrijft hoe deze ontwikkelingen hun weerslag vonden in de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap. Paragraaf 3.7 bevat tot besluit een uitleiding.

3.2 Ontwikkelingen in de Nederlandse politiek (1971-1995)

3.2.1 *Het kabinet Den Uyl*

De Nederlandse politiek van de jaren '70 en '80 is onlosmakelijk verbonden met de wereldwijde recessie die zich vanaf 1973 tot eind jaren '70 voordeed. De directe aanleiding van deze recessie wordt doorgaans gezocht in het olie-embargo dat in oktober 1973 door het Arabische smaldeel van de Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) ten opzichte van de Verenigde Staten en West Europa werd afgekondigd in reactie op hun steun aan Israël in de Jom Kippoer-oorlog met Egypte en Syrië (ook wel aangeduid als de eerste 'oliecrisis'). Een minstens zo belangrijke verklaring was het uiteenvallen van het Bretton Woods-mechanisme van vaste wisselkoersen gebaseerd op de goudstandaard door het terugtreden van eerst de Verenigde Staten (1971) en daarna Groot-Brittannië (1972).⁸ De gecombineerde instabiliteit van zwevende wisselkoersen en stijgende olieprijs (uitgedrukt in dollars) leidde in de Westerse wereld tot een hoge inflatie en zelfs tot stagflatie (inflatie van lonen en prijzen in combinatie met economische stagnatie of krimp).⁹ In Nederland gingen bij het uitbreken van de oliecrisis aanvankelijk nog stemmen op dat het effect ervan op de Nederlandse economie beperkt zou blijven vanwege de Nederlandse aardgas-export,¹⁰ maar al snel bleek dat ook in Nederland sprake was van een stijgende inflatie, oplopende werkloosheid en een terugloep in koopkrachtniveau.¹¹

Enkele maanden voor het uitbreken van de oliecrisis was het progressieve kabinet Den Uyl geïnstalleerd. De recessie die zich tijdens de regeerperiode van dit kabinet in Nederland deed voelen zette de sluimerende tegenstellingen tussen de verschillende politieke en maatschappelijke gelederen andermaal op scherp. Premier Den Uyl verwoordde zelf in oktober 1974 de verscherpte positie vanuit de PvdA in een rede voor het Nederlands Christelijk Werkverbond (voorloper van het huidige VNO/NCW) te Nijmegen. De rede was

8. Zie over de oorzaken van de recessie van 1973 in kort bestek T. Judt, *Postwar, a history of Europe since 1945*, London: William Heinemann 2005, p. 453-457.

9. Ibid, p. 456.

10. Bijvoorbeeld A. Heertje, 'Economische en sociale aspecten van de energie-crisis', *De N.V.* 1974, p. 1-3.

11. Illustratief zijn de jaarlijkse bijdragen die Derksen in deze periode schreef voor *De N.V.* naar aanleiding van het verslag van de president van De Nederlandsche Bank in het betreffende jaar. Deze beschrijvingen van de beschouwingen van de toenmalig DNB-president Zijlstra geven een goed beeld van de toenmalige staat van de Nederlandse economie. Zie voor het eerste verslag in de relevante periode J.H. Derksen, 'Het verslag van de president van De Nederlandsche Bank over 1973', *De N.V.* 1974, p. 95-99.

getiteld “*Socialisme en vrije ondernemingsgewijze produktie.*”¹² In deze rede stelde Den Uyl dat het idee van socialisme zoals dat tot op dat moment vorm had gekregen op gespannen voet stond met het idee van vrije ondernemingsgewijze produktie. Hoewel Den Uyl benadrukte dat hij niet de vrije produktie gedreven door de private sector wilde vervangen door een “*staatssocialistisch centralisme*”¹³ – hierbij ongetwijfeld verwijzend naar het systeem van de geleide plan-economie van de Sovjetunie – stelde hij wel dat “*produktie uiteindelijk niet bepaald behoort te worden door vraag en aanbod, zoals ze op de markt tot gelding komen, maar door als tegenstelling geziene, democratisch getoetste gemeenschapsbeslissingen.*”¹⁴ Concreet gezegd pleitte Den Uyl voor een model van democratisering van investeringsbeslissingen van grote ondernemingen, waarbij hij in het bijzonder de Nederlandse multinationals voor ogen had.¹⁵

In dit verband achtte Den Uyl het model van ondernemingsbestuur zoals tien jaar eerder geconcipieerd door de Commissie Verdam – waar Den Uyl zelf deel van uitmaakte – en zoals in 1971 via verschillende wetswijzigingen was geïmplementeerd in het Nederlandse vennootschapsrecht alweer verouderd: “*In de ontwikkeling die ik schetste [de totstandkoming van het Rapport Commissie Verdam 1964, FO] heeft het vraagstuk van de eigendom van de produktiemid-delen naar het mij voorkomt de laatste decennia veel aan gewicht verloren. Maar het is geenszins opgelost. En als ik spreek over de ontwikkeling van de ondernemingsstructuur, dan kan niet worden voorbijgegaan aan de onopge-loste aspecten van het eigendomsvraagstuk. De zeggenschap over en het beheer van de kapitaalgoederenvoorraad in onze samenleving is een eenzijdige zaak gebleven. Juist omdat we er tot dusver niet in zijn geslaagd om die eenzijdigheid op te heffen, kan ik het niet anders zien, of op den duur zullen de aanspraken op zeggenschap verder verschuiven naar de factor arbeid in de meest brede zin van het woord. Leiding en uitvoerende arbeid. De aanspraken ontleend aan kapitaalbezit, zullen onvermijdelijk verder wijken.*”¹⁶ Den Uyl besloot de beschrijving van zijn ideaalbeeld als volgt: “*In de huidige economische orde staan werkgever en werknemer nog altijd tegenover elkaar. (...) Mij gaat het*

12. Voordracht J.M. Den Uyl gehouden op 1 oktober 1974 te Nijmegen, opgenomen in J.M. Den Uyl, *Inzicht en Uitzicht: opstellen over economie en politiek*, Amsterdam: Bert Bakker 1978, p. 181-195, tevens te raadplegen via de Digitale Bibliotheek der Nederlandse Letteren, bron: <<http://www.dbnl.org>>.

13. Ibid, p. 181.

14. Ibid, p. 182.

15. Ibid, p. 184 (“*De multinationale onderneming heeft een organisatie opgebouwd, waar democratische bestuursinstellingen nationaal en internationaal niet aan kunnen tippen. Dat pleit niet tegen de multinationale onderneming, maar het signaleert wel een fundamenteel tekort aan democratische controle.*”).

16. Ibid, p. 190.

HOOFDSTUK 3

om een structuur waarin die tegenstelling is opgeheven. Als ik pleit voor een verdergaande hervorming van de structuur van de onderneming en voor een verdergaande vermaatschappelijking van het productieproces, dan staat mij een economische ordening voor ogen waarin zij, die in verschillende geledingen van het productieproces werkzaam zijn, gezamenlijk het kapitaal organiseren en de tegenstelling tussen geven en nemen overwonnen is.”¹⁷

De Nijmeegse rede van Den Uyl markeerde een waterscheiding in het politieke debat.¹⁸ De PvdA ging voort op de door Den Uyl ingeslagen weg van democratisering van het productieproces. Enkele maanden voor Den Uyl's voordracht had de Wiardi Beckman Stichting al een relatief gunstig oordelend rapport over het model van arbeiderszelfbestuur naar Joegoslavisch voorbeeld gepubliceerd.¹⁹ In 1977 zou het streven naar democratisering van het productie-stelsel ook formeel worden vastgelegd in het nieuwe beginselprogramma van de PvdA.²⁰ Het beginselprogramma was ook fel gekant tegen de activiteiten van multinationals en het internationale bankwezen.²¹ Ook de vakbeweging, met name de Industriebond NVV onder voorzitterschap van Groenevelt, voert in die jaren een radicale lijn ten opzichte van grote ondernemingen.²² Vanuit het

17. Ibid, p. 195.

18. Den Uyl's biograaf Bleich heeft over deze rede opgemerkt dat Den Uyl met zijn rede enkel beoogde om ondernemers met een *“licht provocerend betoog aan het denken te zetten”* en dat het verzoenende slot van de rede waarin Den Uyl juist pleitte voor een praktische samenwerking met het bedrijfsleven ten onrechte in de latere beeldvorming is vergeten. Zie A. Bleich, *Joop den Uyl (1919-1987): dromer en doordouwer*, diss. UvA 2008, Amsterdam: Balans 2008, p. 468.

19. A. Peper (red.), *Op weg naar arbeiderszelfbestuur*, Amsterdam: Dr. Wiardi Beckman Stichting 1974. De toemure ten opzichte van het Rapport Wiardi Beckman Stichting 1959 waarin de Wiardi Beckman Stichting met het loslaten van het socialisatiestreven ten aanzien van het productieproces juist vijftien jaar eerder de basis had gelegd voor een toenadering tussen de PvdA en de confessionele partijen is opmerkelijk. Den Uyl zelf stond volgens zijn biograaf Bleich wat ambivalent en opzichte van het idee van arbeiderszelfbestuur. Zie Bleich 2008, p. 256.

20. Zie het Beginselprogramma van de Partij van de Arbeid, oktober 1977 (geraadpleegd via de website van de lokale afdeling van de PvdA te Leiden, bron: <<http://www.leiden.pvda.nl>>, Deel III (politiek programma), nr. 1.

21. Ibid, Deel I (maatschappelijke achtergronden), nr. 2: *“De multinationale ondernemingen beheersen de wereldmarkt en beschikken over een groot deel van de technische en wetenschappelijke kennis. Zij kunnen zich aan controle door nationale regeringen onttrekken, terwijl de vakbeweging geen greep op hen heeft. Investerings uit eigen middelen versterken die oncontroleerbare positie. Bovendien werken zij dikwijls nauw samen met multinationale bankconcerns. Deze hebben op hun beurt weer een grote invloed op vele multinationale ondernemingen, nemen beslissingen die de economie van nationale staten raken en oefenen zonder enige publieke controle hun bedrijf uit, gericht op winst en expansie.”*

22. Zie Van den Brink 1984, p. 293-294.

bedrijfsleven kwam juist hevig verzet, onder meer in de vorm van de open brief aan het kabinet Den Uyl en aan de Staten-Generaal van negen topbestuurders van grote Nederlandse ondernemingen van 9 januari 1976 (de ‘Brief van Negen’).²³ In deze brief spraken de negen bestuurders hun bezorgdheid uit over de verslechtering van het ondernemingsklimaat in Nederland als ook over de hoog opgelopen overheidsuitgaven en beruchte initiatieven als de voorgestelde Vermogensaanwasdeling (VAD). Opvallend is voorts dat in de periode vanaf 1973 de investeringen van het Nederlandse bedrijfsleven in het buitenland toenamen, terwijl de binnenlandse investeringen juist afnamen.²⁴ Hierin kan – in meer of mindere mate – een reactie op het negatieve ondernemingsklimaat onder Den Uyl worden gezien.²⁵

3.2.2 *Kabinetten Lubbers I en II: privatiserings- en dereguleringsbeleid*

Na de val van het kabinet Den Uyl in 1977 was het in eerste instantie aan het nieuwe kabinet Van Agt/Wiegel (CDA/VVD) om met maatregelen te komen voor structureel herstel van de Nederlandse economie. Het lukt het kabinet uiteindelijk niet om de ombuigingsoperatie “*Bestek ‘81*” te realiseren, onder meer vanwege de weerstand vanuit de PvdA tegen bezuinigingen in de collectieve sector en het uitbreken van een nieuwe oliecrisis door scherpe prijsstijgingen in 1979/80.²⁶ De daaropvolgende implosie van het kabinet Van Agt II (CDA/PvdA/D66) en het overgangskabinet Van Agt III (CDA/D66) bereidden de weg voor opnieuw een coalitieregering van CDA en VVD: het kabinet Lubbers I. Dit kabinet, dat in het najaar van 1982 werd geïnstalleerd, zag zich voor de taak gesteld om de uit het lood geslagen overheidsbegroting op orde te brengen, het sterk opgelopen financieringstekort terug te dringen en de stijging in werkloosheid te keren.

Om deze doelstellingen te bereiken, waren CDA en VVD in het regeerakkoord²⁷ een meersporenbeleid overeengekomen. In de regeringsverklaring verwoordde premier Lubbers het voorgestane beleid als volgt: “*De gevolgen van de nationale en internationale crisis zijn zeer ernstig. In toenemende mate dreigt*

23. Van den Brink 1984, p. 375. Van den Brink was zelf één van de ondertekenaars in zijn hoedanigheid van bestuurder van de Amro Bank. De andere ondertekenaars waren vertegenwoordigers van Unilever, AKZO (thans AkzoNobel), Nationale Nederlanden (thans NN), Philips, Shell, Hoogovens (thans Tata Steel), VMF (thans Stork) en het in de jaren erna teloor gegane RSV-concern.

24. Zie het rapport van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) van 21 mei 1980 getiteld *Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie*, rapport 1980 nr. 18, Den Haag: Sdu 1980, p. 55 (verwijzend naar cijfers uit het jaarverslag van De Nederlandsche Bank over 1978).

25. In deze zin Tamminga 2009, p. 29-31 (op p. 31 verwijzend naar Rapport WRR 1980).

26. Van den Brink 1984, p. 167-168.

27. Gepubliceerd op 28 oktober 1983, *Stcr*: 1982, 208.

HOOFDSTUK 3

*om die reden ontwrichting van onze samenleving. Het draagvlak van onze economie en werkgelegenheid wordt steeds smaller. Dat proces dient gekeerd te worden en wel langs drie sporen: vermindering van de overheidstekorten en de rente; versterking van de marktsector door minder lasten voor bedrijven, economisch structuurbeleid, beperking van arbeidskosten en vermindering van bureaucratie; spreiding van werk over meer mensen, zonder dat dit leidt tot kostenverhoging.*²⁸ Eén van de uitvoeringsmaatregelen die in het kader van het verminderen van het overheidstekort werd genoemd, was het zoveel mogelijk bevorderen van verschillende vormen van privatisering van overheidsvoorzieningen.²⁹ Met het oog op de versterking van het marktsector kondigde het kabinet onder meer een op het bedrijfsleven geënte benadering van regulering en deregulering aan. Zo zouden overheidsmaatregelen vooraf systematisch op effecten op het bedrijfsleven worden getoetst³⁰ en zou het kabinet met zowel een algemene dereguleringsnota komen als ook met een specifiek actieprogramma voor het verminderen en vereenvoudigen van wettelijke voorschriften voor het bedrijfsleven.³¹

Het kabinet ging voortvarend van start met de aangekondigde deregulering- en privatiseringsoperaties. Reeds in januari 1983 zette Lubbers in een brief uiteen dat de voorstudies naar mogelijkheden voor deregulering in vijf afzonderlijke werkgroepen zouden worden voorbereid.³² De algemene dereguleringsnota onder verantwoordelijkheid van de Minister van Justitie Korthals Altes (VVD) zou worden voorbereid door een commissie onder leiding van toenmalig WRR-lid Geelhoed, terwijl het specifiek op het bedrijfsleven gerichte actieprogramma onder verantwoordelijkheid van Minister van Economische Zaken Van Aardenne (VVD) zou worden voorbereid door een commissie onder voorzitterschap van Van der Grinten. Het eerste tussenbericht van de Commissie-Geelhoed werd reeds in mei 1983 gepresenteerd³³ en de Commissie-Van der Grinten kon in juni 1983 zelfs al haar definitief rapport aanbieden.³⁴ Het

28. Regeringsverklaring uitgesproken door premier R.F.M. Lubbers op 22 november 1982, *Handelingen II*, 1982/83, p. 635-648

29. *Ibid.*, p. 636 (“*Gezien de gigantische opgave de overheidstekorten te verminderen, zullen verschillende vormen van privatisering, waaronder het meer door de burgers zelf laten doen wat nu door de overheid gedaan wordt, zoveel mogelijk worden bevorderd.*”)

30. *Ibid.*, p. 636.

31. *Ibid.*, p. 643.

32. Brief van 31 januari 1983, *Kamerstukken II*, 1982/83, 17 555, nr. 51.

33. Brief van Minister van Justitie F. Korthals Altes van 24 mei 1983, *Kamerstukken II*, 1982/83, 17 931, nr. 1. Onder het nieuwe volgnummer 17 931 zouden in de jaren erna de relevante kamerstukken onder de kop “*Deregulering van overheidsregelingen*” worden gepubliceerd.

34. Brief van Minister van Economische Zaken Van Aardenne van 27 juni 1983, *Kamerstukken II*, 1982/83, 17 931, nr. 5.

definitieve rapport van de Commissie-Geelhoed volgde in maart 1984.³⁵ Beide rapporten zouden de basis vormen voor het deregulerings- en wetgevingsbeleid van het kabinet Lubbers I, welk beleid later door het kabinet Lubbers II (CDA/VVD, 1986-1989) zou worden voortgezet.³⁶

Ondertussen had Minister van Financiën Ruding in mei 1983 de eerste privatiseringsnota gepresenteerd,³⁷ waarvan de actiepunten vervolgens in een concreet privatiseringsprogramma werden uitgewerkt. Het onderwerp privatisering zal Ruding vermoedelijk niet vreemd zijn geweest. In zijn eerdere functie bij het Internationaal Monetair Fonds tussen 1977 en 1981 heeft hij waarschijnlijk kennis kunnen nemen van de door het IMF in het kader van ‘*conditionality*’ afgedwongen privatiseringen in andere landen.³⁸ Het privatiseringsbeleid van het kabinet Lubbers I werd in hoofdzaak gedreven door budgettaire overwegingen: privatisering werd gezien als middel om het overheidstekort terug te dringen. Een belangrijk ijkpunt in het privatiseringsbeleid was het door Ruding onderschreven rapport van de ambtelijke “heroverwegingsgroep verkoop staatsdeelnemingen” uit 1985 waarin de uitgangspunten voor het beleid van privatisering van staatsbedrijven waren neergelegd.³⁹ In het regeerakkoord van het kabinet Lubbers II was de privatiseringsoperatie van een aanvullende dimensie voorzien, te weten een middel om via een compactere en meer doelmatige overheid tot een noodzakelijk geachte afslanking van de Rijksdienst te komen.⁴⁰

-
35. Brief van Minister van Justitie F. Korthals Altes van 7 maart 1984, *Kamerstukken II*, 1983/84, 17 931, nr. 9.
36. Zie onder meer het regeerakkoord van CDA en VVD voor het kabinet Lubbers II gepubliceerd op 11 juli 1986, *Stcr.* 1986, 131, en de regeringsverklaring die premier Lubbers op 30 juli 1986 in de kamer aflegde, *Handelingen II*, 1985/86, 86-5312-5326, in het bijzonder p. 5319 (“*Het proces van deregulering waarmee in de afgelopen kabinetsperiode in belang van burgers en bedrijven een begin is gemaakt, zal met kracht worden doorgezet.*”)
37. Brief van Minister van Financiën H.O.C.R. Ruding van 25 mei 1983, *Kamerstukken II*, 1982/83, 17 938, nr. 1.
38. De term ‘*conditionality*’ verwijst naar een breder leerstuk uit de ontwikkelingseconomie en internationale betrekkingen en ziet op naar de praktijk van internationale organisaties als het IMF en de Wereldbank om aan het verlenen van financiële steun aan landen voorwaarden (*conditions*) voor het doorvoeren van structurele hervormingen te verbinden. Zie uitgebreid S. Koeberle, H. Bedoya, P. Silarzsky & G. Verheijen (reds.), *Conditionality Revisited: Concepts, Experiences and Lessons*, rapport Wereldbank 2005, te raadplegen via <<http://www.worldbank.org>>.
39. Brief van Minister van Financiën H.O.C.R. Ruding aan de Tweede Kamer houdende aanbieding rapport Verkoop staatsdeelnemingen van 16 september 1985, *Kamerstukken II*, 1985/86, 16 625, nr. 73.
40. Zie de regeringsverklaring van 30 juli 1986, *Handelingen II*, 1985/86, 86-5319 (“*Wat de rijksdienst zelf betreft, zal het streven naar een meer compacte en doelmatiger overheid worden voortgezet. De regering streeft naar een verdere afslanking van de rijksdienst. Deze afslanking zal dwingen tot een kritische heroriëntatie van taken en werkwijze van de overheidsorganisatie.*”)

HOOFDSTUK 3

Ruding lichtte in een evaluatienota van het privatiseringsbeleid uit 1988 deze verschuiving in het privatiseringsbeleid als volgt toe: “*De overwegingen voor het privatiseringsbeleid zijn de afgelopen jaren geëvolueerd. (...) De bestuurlijke en economische overwegingen voor privatisering zijn belangrijker geworden. Uit onderzoekservaringen is duidelijk geworden dat de structuur en cultuur van de overheidsorganisatie een efficiënte uitvoering van activiteiten, die ook door de marktsector kunnen worden uitgevoerd, niet altijd bevordert of soms belemmert. Privatisering van dergelijke activiteiten vergroot de ontwikkelingsmogelijkheden voor de diensten die deze activiteiten uitvoeren, versterkt bovendien de marktsector en levert gelijktijdig een bijdrage aan de bestuurlijke reorganisatie en versterking van het overheidsapparaat zelf.*”⁴¹ Deze accentverschuiving vertaalde zich in een scherpere en meer fundamentele richtsnoer van het kabinet Lubbers II ten aanzien van privatisering, welke erin bestond dat “*alle diensten welke niet noodzakelijk door de overheid behoeven te worden uitgevoerd, in beginsel voor privatisering in aanmerking komen.*”⁴² Hiermee trad het streven naar marktwerking duidelijk op de voorgrond in het privatiseringsbeleid.

Voor een goede duiding van het deregulerings- en privatiseringsbeleid van de kabinetten Lubbers I en II is het belangrijk om vast te stellen dat het kabinetsbeleid niet zozeer door ideologische overwegingen gedreven lijkt te zijn, maar eerder door pragmatische afwegingen. In zoverre ligt de vergelijking voor de hand met het beleid dat in dezelfde periode in het Verenigd Koninkrijk werd gevoerd onder premier Thatcher,⁴³ met wie Lubbers het overigens goed kon vinden.⁴⁴ Hoewel “*Thatcherism*” tegenwoordig veelal met een sterke vorm van neoliberalisme en ongebreidelde vrije-marktwerking wordt geassocieerd, was de agenda van de eerste regeringstermijn van Thatcher niet zozeer ideologisch geladen – in de regeringsverklaring van 1979 kwam de term privatisering niet eens voor.⁴⁵ Achter de retoriek en harde opstelling van Thatcher ging in feite een

41. Brief van Minister van Financiën H.O.C.R. Ruding van 4 mei 1988, *Kamerstukken II*, 1987/88, 17 938, nr. 42, p. 3-4.

42. Ibid, p. 4.

43. Hierover Judt 2005, p. 539-548.

44. Aldus in ieder geval de latere eurocommissaris Kroes, minister in de kabinetten Lubbers I en II, en Lubbers' toenmalige Belgische ambtsgenoot Martens in latere interviews. Zie A. Joustra & E. van Venetië, *Ruud Lubbers: Manager in de politiek*, Baarn: Anthos 1989, p. 271 en 277. Volgens Kroes en Martens lag de basis voor de goede verstandhouding tussen Lubbers en Thatcher in hun samenwerking in de Europese Raad, waarin Lubbers volgens Martens als één van de weinige regeringsleiders “*on speaking terms*” was met Thatcher.

45. Zie J. Gray, ‘Margaret Thatcher and the euthanasia of Conservatism’ (2007) in *Gray's Anatomy: Selected Writings*, London: Allen Lane 2009, p. 185. Overigens wijzen zowel Gray (p. 186-187) als ook Judt (2005, p. 539 en 542) erop dat de herstructurering van de Britse industrie in feite al in gang was gezet onder de vorige Labour-regering van premier Callaghan en Minister van Financiën Healy onder als gevolg van voorwaarden die het IMF aan een medio jaren '70 verstrekte lening had verbonden. De eerste privatisering, te weten het

pragmatische en resultaatgerichte aanpak van specifieke (economische) problemen schuul. De kabinetten Lubbers I en II lijken uit soortgelijke pragmatische overwegingen op deregulering en privatisering te hebben ingezet. Deregulering was geen doel op zich, maar een noodzakelijk middel om het in de jaren '70 sterk teruggelopen ondernemings- en investeringsklimaat in Nederland te verbeteren. Ook privatisering werd niet gepresenteerd als een geloofsartikel, maar als middel om op korte termijn het financieringstekort terug te kunnen dringen en om de private marktsector te stimuleren. De verscherping van het privatiseringsbeleid van het kabinet Lubbers II lijkt net zomin een ideologische lading te hebben gehad; zij kan ook worden uitgelegd als handvat voor een verschuiving van werkgelegenheid van de collectieve sector naar de private sector om zo een verlaging van de collectieve lasten te bewerkstelligen. Het is goed mogelijk dat de Nederlandse regering bij het verder vormgeven van haar beleid inspiratie heeft opgedaan uit de grote privatiseringsoperaties in Groot-Brittannië, zoals de verzelfstandiging van British Telecom in 1984, maar de achterliggende overwegingen waren specifiek op de toenmalige Nederlandse situatie gericht.

Het uitgangspunt van het kabinet Lubbers II over privatisering zou samen met de uitgangspunten van de reeds onder Lubbers I ingezette dereguleringsoperatie uiteindelijk aan de basis staan van het marktwerkingsbeleid dat in de jaren '90 door de kabinetten Paars I en II gevoerd zou worden (zie hierna §3.5).⁴⁶ In zekere zin had het kabinet Lubbers II hiermee ook een definitieve wending gemaakt ten opzichte van de politiek van de jaren '70 op het punt van de verhouding tussen overheid en de private sector. Achteraf bezien kan worden geconstateerd dat deze opvatting over markt en overheid vanaf dat moment tot het dominante paradigma in de Nederlandse politiek is geworden en dat in de inmiddels meer dan 25 jaar die sindsdien zijn verstreken zelfs vanuit de uiteinden van het politieke spectrum geen alternatieve opvattingen meer naar voren zijn gebracht. Een belangrijke factor in deze continuïteit van opvattingen is de ideologische heroriëntatie geweest die de PvdA na de verkiezingsnederlaag van 1986 onder de nieuwe fractievoorzitter Kok heeft doorgemaakt. Met name valt te wijzen op het rapport *Schuivende Panelen* van de Commissie-Pronk uit 1987 en het pamflet *Socialisme op sterk water* van Kalma uit 1988 met een pleidooi

afstoten van de deelneming van de Britse staat in British Petroleum, was in 1976 onder de regering-Callaghan doorgevoerd. De tegenstellingen in economisch beleid tussen Thatcher en (delen van) de toenmalige Labour-partij waren dus minder groot dan wel wordt verondersteld.

46. In dezelfde zin E. van Damme, 'Marktwerking vereist maatwerk', *Maandschrift Economie* 2001, p. 185-207, in het bijzonder p. 185-186.

voor een ideologische herbezinning.⁴⁷ In 1989 deed een nieuwe kans op regeeringsdeelname zich aan, resulterend in het kabinet Lubbers III (CDA/PvdA), waarin Kok zelf zitting had als Minister van Financiën. In zijn Den Uyl-lezing uit 1995 zou Kok, inmiddels premier in het eerste Paarse kabinet, later opmerken dat de PvdA zich destijds met het uitbrengen van deze rapporten “*verstandig*” had voorbereid op een hernieuwde regeeringsdeelname.⁴⁸ In dezelfde lezing maakte Kok, onder verwijzing naar Kalma, zijn beroemde opmerking over het “*afschudden van ideologische veren*” door de PvdA, een proces dat volgens hem op dat moment (1995) nagenoeg was voltooid.⁴⁹ Twintig jaar na de Nijmeegse rede van Den Uyl stond het socialisme voor de PvdA niet langer op gespannen voet met het systeem van vrije ondernemingswijze productie. De initiatieven van de kabinetten Lubbers I-III op het terrein van deregulering en marktwerking werden onder de Paarse kabinetten dan ook doorgezet en zelfs uitgebouwd. De normatieve opvatting in de politiek over deregulering en marktwerking in het algemeen lag hiermee grotendeels vast.

3.3 Ontwikkelingen op de Nederlandse kapitaalmarkt en de discussie over beschermingsconstructies (1980-1995)

3.3.1 *Internationalisering van financiële markten*

Naast de hierboven beschreven programma’s op het gebied van deregulering en privatisering viel in de regeeringsverklaring van het kabinet Lubbers II nog iets op: het expliciet benoemen en benadrukken van het belang van Amsterdam als financieel centrum.⁵⁰ Nog explicietier over dit onderwerp was de regeeringsverklaring van Lubbers III uit 1989: “*De sector financiële dienstverlening verdient zorgvuldige aandacht. Het beleid zal in de komende jaren gericht zijn op de doelstelling, voorwaarden te scheppen waarin de Nederlandse financiële markten de uitdaging van allengs intensiever wordende internationale concurrentie volop aankunnen en waarbij Amsterdam zich als financieel centrum verder kan ontwikkelen.*”⁵¹ Afgaande op de context waarin deze opmerking in de

47. Van Kalma, die een jaar later directeur van de Wiardi Beckman Stichting zou worden, is ook de beruchte uitspraak “*Een werkelijke vernieuwing van de PvdA begint daarom met definitief afscheid van de socialistische ideologie; met een definitieve verbreking van de ideologische banden met andere nazaten van de traditionele socialistische beweging.*” Zie P. Kalma, *Socialisme op sterk water: veertien stellingen*, Deventer: Van Lochem Slaterus 1988, p. 22. Kalma is later op dit standpunt teruggekomen. Zie Kalma 2012.

48. W. Kok, ‘We laten niemand los’, Den Uyl-lezing gehouden op 11 december 1995, te raadplegen op <<http://www.interferenties.nl>>, p. 3.

49. Ibid, p. 4.

50. *Handelingen II*, 1985/86, 86-5316.

51. Regeeringsverklaring uitgesproken door Minister-President R.F.M. Lubbers op 27 november 1989, *Handelingen II*, 1989/90, 14-307.

regeringsverklaring werd gemaakt, lijkt het erop dat de beleidsvoornemens van het kabinet voor de Nederlandse financiële markten in de eerste plaats waren ingegeven door afgeleide belangen, te weten de door de financiële sector via aanpalende dienstverlening te genereren belastinginkomsten en te creëren werkgelegenheid. Om deze inkomstenstromen en werkgelegenheid te kunnen behouden – en uit te bouwen – was een behoud van de concurrentiepositie van de Nederlandse financiële markten nodig. Hiermee kreeg het functioneren van de Nederlandse effectenmarkten ook een expliciet benoemd politiek belang.

Waar de ‘allengs intensiever wordende internationale concurrentie’ voor de Nederlandse financiële markten vandaan kwam, werd in de regeringsverklaring niet gespecificeerd. Het ligt evenwel voor de hand dat hierbij met name aan het Verenigd Koninkrijk is gedacht. In 1986 werd de inrichting van de London Stock Exchange (LSE) radicaal gewijzigd in het kader van een grootschalige moderniseringsoperatie die later zou worden aangeduid als de “*Big Bang*.” Het programma van Big Bang was gezamenlijk opgesteld door de LSE en de regering Thatcher en behelsde een aantal ingrijpende veranderingen in de wijze van effectenhandel (elektronische schermenhandel in plaats van fysieke handel via hoekmannen) en in het verdienmodel van handelende partijen (afschaffing van vaste commissieprijsen voor beursttransacties). Ook werd de traditionele scheiding tussen commissieprijsen en hoekmannen opgeheven en werd het voor buitenlandse partijen mogelijk om via overnames van Britse handelshuizen toegang tot de Britse effectenhandel te krijgen. De wijzigingen hadden onmiddellijk effect (vandaar de term ‘Big Bang’): de handelsvolumes en de waarde van de verhandelde stukken stegen sterk en de Britse financiële sector – en in het kielzog daarvan de bijdrage van de financiële sector aan de Britse schatkist – maakte mede door de komst van veelal Amerikaanse grootbanken een stevige groei door.⁵²

Een andere belangrijke factor voor de positie van de Nederlandse financiële markten in internationaal verband waren de recente Europese ontwikkelingen. Tussen 1979 en 1982 werden op Europees niveau de eerste drie richtlijnen op het gebied van effectenrecht vastgesteld over achtereenvolgens de toelatingseisen voor effecten tot de effectenhandel (1979), de eisen aan een beursprospectus (1980) en eisen inzake periodieke informatieverschaffing door uitgevende instellingen (1982). Deze richtlijnen vormden de eerste aanzet om een geharmoniseerd Europees speelveld voor beleggers en uitgevende instellingen tot

52. Zie D. Fortson, ‘The day Big Bang blasted the Old Boys into oblivion’, *The Independent*, 29 oktober 2006. Zie over de culturele impact van Big Bang op de traditionele Britse financiële sector P. Augar, *The death of gentlemanly capitalism: the rise and fall of London’s investment banks*, London: Penguin Books 2001 (1e druk 2000).

stand te brengen.⁵³ Deze harmonisatieslag verplichtte de Lidstaten tot het vormgeven van een toezichtrechtelijk kader voor hun respectievelijke effectenbeurzen en dus tot een (her)overweging van de verhouding tussen overheid en de respectieve (private) beursexploitant. De Nederlandse staat kreeg daarmee met betrekking tot de nationale effectenmarkt zowel een urgenter publiek belang (behoud van concurrentiepositie van de financiële sector in internationaal verband) als ook een nieuwe publieke taak (inrichting van een systeem van toezicht in overeenstemming met de Europese richtlijnen).

3.3.2 *Modernisering Amsterdamse Effectenbeurs*

De Nederlandse beurshandel in aandelen verliep van oudsher via de Amsterdamse Effectenbeurs, althans de prijsvorming van aandelen van publieke ondernemingen werd aan de hand van de handel op die beurs bepaald. De beurs werd geëxploiteerd door de in 1876 opgerichte Vere(n)iging voor de Effectenhandel (VvdE).⁵⁴ Toezicht op de effectenhandel werd vanuit de VvdE bij wijze van zelfregulering uitgeoefend op grond van het Fondsenreglement, inclusief de beslechting van geschillen door een daartoe door de VvdE ingestelde commissie. Handhaving van de voorschriften uit het Fondsenreglement liep via de band van de noteringsovereenkomst die de betreffende publieke onderneming met de VvdE had gesloten. Het publiekrechtelijk kader inzake de beurshandel in aandelen was lange tijd beperkt tot de Beurswet 1914 (vergunningplicht voor het oprichten van een effectenbeurs) en de Beschikking Beursverkeer 1946 (toestemmingsvereiste Ministerie van Financiën voor toelaten tot notering van nieuwe effecten en goedkeuringsvereiste voor besluiten van de VvdE die tot de competentie van de overheid konden behoren).⁵⁵ Bepaalde bevoegdheden van het Ministerie van Financiën in het kader van de Beschikking Beursverkeer 1946 werden vervolgens weer gedelegeerd aan de VvdE.⁵⁶

De implementatie van de eerste Europese richtlijnen op het gebied van effectenrecht geschiedde door opname van de betreffende voorschriften in het Fondsenreglement van de VvdE bij de Beschikking Beursnotering 1983, waarin tevens

53. Zie C.M. Grundmann – van de Krol (m.m.v. J.B.S. Hijink), *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 4e druk, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p. 7.

54. Zie over de VvdE in eerdere tijden O.B.W. de Kat, *Effectenbeheer; rechtskundig, economisch en administratief handboek*, 3e druk, Haarlem: Bohn 1932, p. 431-441 en J.J. Polderman, *Effecten en Effectenhandel*, Zwolle: Tjeenk Willink 1935, p. 89-96.

55. Grundmann – van de Krol 2012, p. 6.

56. Zie M.W. den Boogert, 'Beursovername en beschermingsconstructies', in J.M.M. Maeijer et al (reds.), *Aandelen*, IVO-reeks nr. 5, Deventer: Kluwer 1988, opgenomen in *Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert*, IVO-reeks nr. 62, Deventer: Kluwer 2008, p. 33.

de VvdE werd aangewezen als de bevoegde toezichthoudende autoriteit in de zin van de betreffende richtlijnen.⁵⁷ Hiermee werd vastgehouden aan het bestaande systeem van regulering en handhaving via de VvdE. Wel rekende de overheid het tot haar taak om malafide handelspraktijken buiten het reguliere beursverkeer om tegen te gaan, wat leidde tot de totstandkoming van de Wet effectenhandel⁵⁸ (Weh) die in 1986 in werking trad.⁵⁹ Datzelfde jaar maakte het kabinet Lubbers II het voornemen bekend om tot een wettelijke regeling inzake misbruik van voorwetenschap te komen.⁶⁰ Niettegenstaande het feit dat de VvdE in 1987 nog bij wijze van zelfregulering een modelcode inzake voorkoming van misbruik van voorwetenschap had vastgesteld, kwam deze wet er in 1989 uiteindelijk ook.⁶¹ Hiermee was voor het eerst een aspect van gedrag van participanten op de officiële effectenmarkten aan het bereik van zelfregulering onttrokken.

In dezelfde periode werden ook belangrijke stappen gezet om tot een overkoepelend publiekrechtelijk kader voor toezicht op de financiële markten te komen. De twee belangrijkste ontwikkelingen in dit verband zijn de oprichting van de Stichting toezicht effectenverkeer (Ste, de voorloper van de huidige Autoriteit Financiële Markten) in juli 1988⁶² en de indiening van het wetsvoorstel Wet toezicht effectenverkeer in februari 1989.⁶³ Het wetsvoorstel toezicht effectenverkeer strekte ter vervanging van de Beurswet 1914 en – gedeeltelijk – de Weh (die als tijdelijk was bedoeld in afwachting van het wetsvoorstel toezicht effectenverkeer). In het wetsvoorstel was voorzien dat veruit de meeste toezichthoudende bevoegdheden aan de Ste zouden worden gedelegeerd.⁶⁴ Daarnaast

57. *Stort* 1983, 213. Zie ook Den Boogert 1988, p. 33-34.

58. *Stb* 1985, 570. Wetsvoorstel indertijd behandeld onder kamerstuknummer 18 750.

59. Grundmann – van de Krol 2012, p. 8-9.

60. Zie de regeringsverklaring van 30 juli 1986, *Handelingen II*, 1985/86, 86-5316 (“*Het belang van Amsterdam als financieel centrum zal gediend worden met een wettelijke regeling inzake de bestrijding van het misbruik maken van voorwetenschap bij effectentransacties.*”)

61. De wettelijke regeling zou uiteindelijk haar beslag krijgen in een nieuw artikel 336a in het Wetboek van Strafrecht, nog voordat de Europese Richtlijn inzake misbruik van voorwetenschap definitief was vastgesteld. Zie Grundmann – van de Krol 2012, p. 7. Het wetsvoorstel is indertijd behandeld onder kamerstuknummer 19 935.

62. De Ste is op 21 juli 1988 gezamenlijk opgericht door de VvdE en de Vereniging European Options Exchange (EOE), de exploitant van de Amsterdamse optiebeurs. Aan de oprichting lag onder meer een gedachtewisseling met het Ministerie van Financiën over de vormgeving van het toezicht op de effectenmarkten ten grondslag. Zie Grundmann – van de Krol 2012, p. 7-8.

63. Wetsvoorstel regelen inzake het toezicht op het effectenverkeer (Wet toezicht effectenverkeer) van 27 februari 1989, *Kamerstukken II*, 1988/89, 21 038 nrs. 1-3.

64. Zie de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel toezicht effectenverkeer, *Kamerstukken II*, 1988/89, nr. 3, p. 12-13. Vooruitlopend hierop waren bij ministeriële beschikking van 24 januari 1989 reeds de bevoegdheden van de Minister van Financiën uit hoofde van de Beurswet 1914 per 1 februari 1989 aan de Ste gedelegeerd.

HOOFDSTUK 3

waren in het wetsvoorstel de voorschriften op grond van de Europese richtlijnen inzake de prospectusplicht en de verplichtingen tot periodieke informatieverschaffing opgenomen. Hiermee werd de implementatie van deze Europese richtlijnen overgeheveld van het Fondsenreglement naar een wettelijke regeling en verhuisde ook het toezicht op de naleving van deze voorschriften voor de aandelenbeurs van de VvdE naar de Ste. In de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel toezicht effectenverkeer is duidelijk een nieuwe benadering zichtbaar ten aanzien van de overheidstaak op het gebied van de Nederlandse effectenmarkten. Minister van Financiën Ruding verwoordde dit als volgt:

*“Met dit wetsvoorstel heeft ondergetekende het oogmerk een nieuw wettelijk kader te scheppen voor het toezicht op het effectenverkeer. Met dit toezicht – zowel het bestaande toezicht als het toezicht dat op basis van een nieuwe wet zal worden uitgeoefend – wordt getracht twee doeleinden te dienen, die onderling samenhang vertonen. In de eerste plaats wordt gestreefd naar een adequate functionering van de effectenmarkten. Een adequaat functionerende markt werkt een efficiënte prijsvorming en middelenallocatie in de hand. Een bevordering van het vertrouwen van beleggers en spaarders in het financiële bestel vormt hiertoe een middel. Hierdoor zullen zij er immers sneller toe komen bij de belegging van hun middelen gebruik te maken van de kanalen die dit bestel kent. In de tweede plaats is er het streven beleggers en spaarders te beschermen tegen malafide aanbiedingen, onvoldoende informatie en ondeskundig optreden. De positie van de beleggers is hier dus als doel op zichzelf beschouwd. (...) Dat de overheid een verantwoordelijkheid heeft voor een adequate functionering van de effectenmarkten vloeit direct voort uit de sleutelrol die deze markten in het economisch proces spelen. De financiering van activiteiten door het bedrijfsleven vindt voor een groot deel via de kapitaalmarkt plaats. Ook bij de financiering van het Rijk en de lagere overheden vervullen de financiële markten een onmiskenbare functie. Het bestaande Nederlandse welvaartspeil is dan ook moeilijk denkbaar zonder een behoorlijke werking van deze markten.”*⁶⁵

Elders in de toelichting werd uitgewerkt wat de verschillende betrokken belangen waren. Zo memoreerde Ruding dat het belang van de effectenmarkten als bron voor bedrijfsfinancieringen in het Nederlandse bedrijfsleven was toegenomen ten opzichte van de markt voor bankkredieten. Ter onderbouwing wees Ruding erop dat het Nederlandse bedrijfsleven in 1987 in totaal een bedrag van NLG 11,2 miljard door uitgifte van effecten op de Nederlandse kapitaalmarkt

65. Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel toezicht effectenverkeer, *Kamerstukken II*, 1988/89, nr. 3, p. 2.

had opgehaald, waarvan NLG 2,1 miljard uit uitgiftes van aandelen voortkwam.⁶⁶ Ook de exploitanten van de effectenbeurzen zelf en de sector van aanpalende financiële dienstverlening hadden een toegenomen belang bij het functioneren van de effectenmarkten. Ten opzichte van enkele jaren eerder waren de omzetten op de effectenmarkten (NLG 335 miljard in 1987 ten opzichte van NLG 55 miljard in 1981) als ook de marktwaarde van de op de beurs genoteerde aandelen van Nederlandse bedrijven (NLG 155 miljard in 1987 tegen NLG 59 miljard in 1981) fors gestegen.⁶⁷ Bovendien werd benadrukt dat de Amsterdamse aandelenbeurs een sterke positie had in de handel in buitenlandse aandelen en de noteringen van buitenlandse ondernemingen. Tegelijkertijd werd in de toelichting op verschillende plaatsen expliciet gerefereerd aan de onder andere als gevolg van de Big Bang-operatie in het Verenigd Koninkrijk ingegeven internationale concurrentieslag voor effectenbeurzen.⁶⁸ Afgaande op de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel toezicht financiële markten, in het bijzonder het hierboven weergegeven citaat, werden het functioneren van de Nederlandse kapitaalmarkten en het behoud van de internationale concurrentiepositie normatief gezien als een zaak van landsbelang. Deze houding jegens de financiële markten zou in de jaren erna dominant in de politiek aanwezig blijven.

Het proces van internationalisering en intensivering van de internationale concurrentie tussen de effectenmarkten onderling werkte eind jaren '80 in zekere mate ook door in het gedrag van functionarissen van de VvdE. Om de groei van de Amsterdamse aandelenbeurs een gelijke tred te laten houden met bijvoorbeeld die van London waren nieuwe beursnoteringen nodig. Nieuwe beurskandidaten waren in die tijd niet zozeer afkomstig uit de traditionele industrie, maar eerder uit sectoren van de 'nieuwe economie' zoals automatisering en dienstverlening. De bestuurders van deze nieuwe ondernemingen kwamen niet uit de traditionele bestuurdersklasse waarin adel en patriciaat nog een belangrijke rol innamen. Bestuurders van de VvdE werden geconfronteerd met een nieuw slag ondernemingen en hun 'New Boys'.⁶⁹ Bij deze groep was een relatiegedreven vorm van toezicht via informele sociale controle minder effectief dan bij bestuurders en commissarissen die tot hetzelfde netwerk behoorden als

66. Ibid, p. 2-3.

67. Ibid, p. 3.

68. Ibid, p. 3 (verwijzend naar maatregelen van de VvdE die erop waren gericht om handel in aandelen voor institutionele beleggers aantrekkelijker te maken zoals de afschaffing van minimumprovisies op grote transacties) en p. 11 (wijzend op een trend van een toename van transacties die op buitenlandse markten werden afgewikkeld in plaats van op de thuismarkt van een uitgevende instelling, een en ander als gevolg van een 24-uurs markt tussen de beurzen van New York, London en Tokyo).

69. Zie Fennema/Heemskerk, p. 76-89 (de term 'New Boys' is ook aan hen ontleend).

HOOFDSTUK 3

de VvdE functionarissen zelf. Het lijkt waarschijnlijk dat de opkomst van deze nieuwe ondernemingen en nieuwe bestuurders – in combinatie uiteraard met de vanuit de Europese richtlijnen ingegeven opzet van een publiekrechtelijk ingekaderde toezichtsstructuur – heeft bijgedragen aan de formalisering van de verstandhouding tussen toezichthouder (de VvdE, later de Ste/AFM) en het voorwerp van toezicht (de beursvennootschap respectievelijk haar functionarissen).

Ter illustratie kan worden gewezen op de beursgang van Newtron N.V. in 1990, beschreven in de ongeautoriseerde biografie van Newtron-bestuurder Brink (later bestuurder van WorldOnline N.V.). De auteur beschrijft hoe de toenmalige voorzitter van de VvdE, Baron van Ittersum, zich aanvankelijk tegen de plannen voor een beursgang van Newtron verzette vanwege de betrokkenheid van één van de Newtron-directeuren (W. Smit) bij een onderzoek naar handel met voorkennis bij de beursgang van diens vorige bedrijf, Datex Technologies N.V., in 1987. Uiteindelijk liet het bestuur van de VvdE zich alsnog overreden door de bij de emissie betrokken bankiers.⁷⁰ Een tweede voorval rond Newtron illustreert de werking van het toenmalige informele toezicht vanuit de VvdE. De president-commissaris van Newtron, oud-minister Smit-Kroes, trad in januari 1991 af na slechts vijf maanden in functie te zijn geweest. Kennelijk moest Smit-Kroes zich, de dag nadat haar aftreden bekend was gemaakt, meteen melden bij het bestuur van de VvdE om tekst en uitleg over haar plotselinge vertrek te geven.⁷¹

3.3.3 *De eerste discussies over beschermingsconstructies*

Tegen de hierboven geschetste achtergrond ontstond in dezelfde periode een discussie over het gebruik van beschermingsconstructies door Nederlandse beursvennootschappen.⁷² In haar jaarverslag over 1985 had de VvdE vanuit haar taakopvatting tot het bevorderen van een efficiënt functioneren van de Nederlandse kapitaalmarkt een discussie over beschermingsconstructies geëntameerd. Het bestuur van de VvdE stelde vervolgens in 1986 een commissie in onder voorzitterschap van Van der Grinten om de VvdE te adviseren over het te voeren beleid over beschermingsconstructies. In het rapport dat in november 1987 verscheen adviseerde de commissie de VvdE om ten opzichte van de op dat moment in de praktijk voorkomende beschermingsconstructies een

70. E. Smit, *Nina: de onweerstaanbare opkomst van een power lady*, 2010: Prometheus Amsterdam, p. 66.

71. *Ibid.*, p. 79.

72. Een goed en volledig overzicht van de eerste fase van ontwikkelingen in deze discussie is te vinden in de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames dat op 20 november 1997 werd ingediend (waarover uitgebreid in §3.5), *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nr. 3, p. 3-8.

terughoudend beleid te voeren. Daarbij formuleerde de commissie als uitgangspunt dat de verantwoordelijkheid voor het instellen of aanvaarden van beschermingsconstructies primair bij de besturen en aandeelhouders van de beursgenoteerde vennootschappen zelf lag.⁷³ Ondertussen hadden ook vertegenwoordigers van de aan de beurs genoteerde vennootschappen zich in de discussie gemengd via het gezamenlijk platform van de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO). Tussen de VvdE en de VEUO is daarna onderhandeld over een gezamenlijk aanvaardbare aanpak van beschermingsconstructies. Dit overleg resulteerde begin 1989 in een compromis waarbij het Fondsenreglement van de VvdE werd aangevuld met 'Bijlage X'. Deze bijlage bevatte onder meer eisen aan de statutaire doelomschrijving van beschermingsstichtingen en stelde beperkingen aan het 'stapelen' van beschermingsconstructies. Het compromis was een voorlopige oplossing; de VvdE en de VEUO verbonden zich om nader overleg te voeren teneinde voor 1 januari 1992 met een definitieve regeling te komen.⁷⁴

De totstandkoming van dit zelfregulerend compromis was nauwgezet gevolgd vanuit het Ministerie van Financiën. In antwoord op Kamervragen over beschermingsconstructies hadden Minister van Financiën Ruding en Minister van Justitie Korthals Altes in 1988 nog aangegeven dat de VvdE en de VEUO eerst in de gelegenheid moesten worden gesteld om zelf met een regeling te komen en dat de overheid het onderwerp beschermingsconstructies pas aan zich zou trekken wanneer dit onderling overleg niet tot een oplossing zou leiden of zou leiden tot een naar de mening van de overheid ongewenste oplossing.⁷⁵ Het voorlopige compromis tussen de VvdE en de VEUO was met instemming door Ruding ontvangen, zij het met de nodige kanttekeningen.⁷⁶ Wel had de discussie over beschermingsconstructies inmiddels een nieuwe dimensie gekregen na de publicatie van een eerste voorstel van de Europese Commissie voor de

73. Rapport van de Commissie Beschermingsconstructies (Commissie Van der Grinten) aan het bestuur van de Vereniging voor de Effectenhandel, 26 november 1987, in het bijzonder p. 25.

74. Kenbaar uit de notitie inzake beschermingsconstructies van Minister van Financiën W. Kok en de Staatssecretaris van Justitie A. Kosto van 1 februari 1991, *Kamerstukken II*, 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 2.

75. Brief van Minister van Financiën H.O.C.R. Ruding en Minister van Justitie F. Korthals Altes houdende antwoorden op kamervragen over beschermingsconstructies van 17 mei 1988, *Handelingen II*, 1987/88, aanhangsel nr. 583.

76. Zie de kabinetsnotitie inzake beschermingsconstructies van 1 februari 1991, *Kamerstukken II*, 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 2.

HOOFDSTUK 3

Dertiende Richtlijn inzake het openbaar bod op aandelen in januari 1989.⁷⁷ In de memorie van antwoord bij het Wetsvoorstel toezicht effectenverkeer van september 1989 stelde Ruding dat een wettelijke regeling van beschermingsconstructies op dat moment niet werd overwogen, maar dat eerst de uitkomst van het nader overleg tussen de VvdE en de VEUO als ook het verdere verloop van ontwikkelingen op Europees niveau in vervolg op de voorgestelde Dertiende Richtlijn moesten worden afgewacht.⁷⁸

Met de komst van het voorstel voor de Dertiende Richtlijn kwamen de lopende discussies tussen de VvdE en de VEUO in een ander licht te staan. De voorgestelde richtlijn kwam voort uit het ‘Europa 1992’ programma – ingegeven door het Witboek van Delors uit 1985 en de Europese Akte van 1987⁷⁹ – om de op dat moment nog bestaande belemmeringen in de interne markt weg te nemen. In artikel 8 van de ontwerprichtlijn was voorzien in een algemeen geformuleerd verbod voor het bestuur van een vennootschap die het doelwit is van een openbare bieding om na aankondiging van het bod behoudens daartoe strekkende goedkeuring van de AVA effecten (met stemrecht of in die zin converteerbaar) uit te geven of om te besluiten “*tot het aangaan van transacties die niet het karakter hebben van gewone, onder normale omstandigheden gesloten transacties.*”⁸⁰ Hiermee raakte de ontwerprichtlijn rechtstreeks aan het vraagstuk naar de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies. De Nederlandse overheid kon niet langer in betrekkelijke rust een private oplossing voor het vraagstuk van beschermingsconstructies bij wijze van zelfregulering afwachten, maar zag zich geconfronteerd met een aankomende regeling op Europees niveau. Hiermee verplaatste het zwaartepunt van de discussie zich van het overleg tussen de VvdE en de VEUO naar overleg tussen Nederland en andere

77. Voorstel van de Europese Commissie aan de Raad voor de Dertiende EG-Richtlijn inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare bod tot aankoop of ruil van 19 januari 1989, *PbEG* C64 van 14 maart 1989. Dit voorstel is na overleg tussen de Lidstaten en advisering door het Europees Parlement en de ESOC in 1990 door de Commissie aangepast (*PbEG* C240 van 26 september 1990). Zie over dit herziene voorstel M.Tj. Bouwes, *De 13e EG-Richtlijn: het openbare bod op aandelen*, NIBE-Bankjuridische reeks nr. 10, Amsterdam: NIBE 1991.

78. Memorie van Antwoord bij Wetsvoorstel toezicht effectenverkeer van 15 september 1989, *Kamerstukken II*, 1988/89, 21 038, nr. 6, p. 4.

79. Europese Akte van 28 februari 1986, in werking getreden op 1 juli 1987, *PbEG*, 29 juni 1987, L 169.

80. In het herziene voorstel voor de richtlijn uit 1990 is de tekst van artikel 8 aangepast en werd het geciteerde onderdeel gespecificeerd tot “*het aangaan van transacties die ten gevolge zouden hebben dat de activa of de passiva van de vennootschap een aanzienlijke wijziging ondergaan of dat de vennootschap verplichtingen zonder tegenprestatie aangaat.*”

Lidstaten op communautair niveau. In een in 1991 verschenen notitie inzake beschermingsconstructies wordt het nieuwe evenwicht ook door de nieuwe Minister van Financiën Kok erkend: *“Gelet op deze ontwikkelingen in Europees verband wordt Nederland ertoe gedwongen de problematiek rond de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in het algemeen en bij beursgenoteerde vennootschappen in het bijzonder opnieuw te bezien. De uitkomst van het overleg dat thans gaande is tussen de VvdE en de VEUO zal uiteraard, mits dit tijdig beschikbaar zal zijn, worden betrokken bij de bepaling van het Nederlandse standpunt. De uiteindelijke stellingname zal in belangrijke mate rekening moeten houden met het resultaat van het overleg in communautair verband.”*⁸¹

In dezelfde nota werd ook gerefereerd aan het advies dat de SER in 1990 had uitgebracht ten aanzien van de ontwerprichtlijn.⁸² In dit advies had de SER zich kritisch uitgelaten over de uitgangspunten van de voorgestelde Dertiende Richtlijn. De SER wees op een tegenstelling in benadering van de Dertiende Richtlijn, waarin volgens de SER het belang van aandeelhouders domineerde, ten opzichte van de benadering van de voorgestelde Vijfde Richtlijn⁸³, waarin het ruimere en meeromvattende belang van de vennootschap tot uitgangspunt was genomen. De SER maakte hieruit op dat de Europese Commissie geen blijk gaf van een consistente visie op het vennootschapsrecht als geheel en achtte verstrekkende harmonisatie met materieelrechtelijke consequenties niet verantwoord zolang een consistente visie op de norm voor het bestuurshandelen ontbrak. Ten overvloede voegde de SER hier nog aan toe: *“Voor zover de onderhavige richtlijn ervan uitgaat dat na het uitbrengen van een openbaar bod het bestuur van de doelwitvennootschap zich uitsluitend of nagenoeg uitsluitend moet richten naar het aandeelhoudersbelang, is dit voor de raad onaanvaardbaar.”*⁸⁴ Hiermee nam de SER duidelijk stelling in het debat over beschermingsconstructies: hij adviseerde dan ook dat Nederland zich zou moeten inspannen om artikel 8 van de ontwerprichtlijn geschrapt te krijgen.⁸⁵

In de beleidsnotitie beschermingsconstructies die het kabinet begin 1991 deed uitgaan werd het door de SER gesignaleerde verschil in benadering tussen de ontwerp-Dertiende Richtlijn en het Nederlandse vennootschapsrecht ook

81. Notitie inzake beschermingsconstructies van 1 februari 1991, *Kamerstukken II*, 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 3.

82. SER-advies *Dertiende richtlijn openbaar bod* van 19 oktober 1990, advies 90/18, bron: <<http://www.ser.nl>>.

83. Voorstel van de Europese Commissie voor de Vijfde Richtlijn inzake het vennootschapsrecht betreffende de structuur van de vennootschap en bevoegdheden van haar organen, *PbEG* C120 van 9 september 1983.

84. SER-advies Dertiende Richtlijn 1990, p. 11.

85. *Ibid.*, p. 17-19.

HOOFDSTUK 3

beaamd: “De voorstellen [in de Dertiende Richtlijn] kunnen immers de bestaande verdeling van de bevoegdheden over de organen van de vennootschap en de rechten van de werknemersvertegenwoordiging aantasten. (...) Deze herverdeling vloeit wellicht ook voort uit het feit dat de voorstellen van de Commissie kennelijk zijn geïnspireerd door de Angelsaksische filosofie op dit gebied. Daarin staat het belang van de aandeelhouders meer centraal omdat de vennootschap wordt gezien als instrumenteel verlengstuk van de aandeelhouders. Zoals uit het vorenstaande moge zijn gebleken verschilt deze zienswijze van de visie die in Nederland (en in andere landen op het continent) wordt aangehangen. (...) Indien die voorstellen zo ingrijpend voor Nederland zijn als zich dat thans als mogelijkheid laat aanzien, zal Nederland krachtig stelling nemen tegen de door de Commissie gehanteerde eenzijdige en daarmee onevenwichtige aanpak.”⁸⁶ In dezelfde notitie liet het kabinet zich evengoed kritisch uit over de voortgang in de lopende Nederlandse discussie. Als schot voor de boeg formuleerde het kabinet een aantal uitgangspunten die van belang zouden zijn bij het bepalen van een definitief kabinetsstandpunt inzake de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies:

1. *De markt voor overnemingen dient goed en ordelijk te functioneren.*
2. *Alle bij de overneming betrokken partijen dienen hun positie ten aanzien van de overneming weloverwogen te kunnen bepalen. Hierbij is het noodzakelijk dat alle betrokkenen zowel over voldoende tijd als over voldoende informatie kunnen beschikken.*
3. *Het bestuur van de doelvennootschap mag niet worden belemmerd in zijn taak te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, waarbij wordt aangetekend dat het belang van de onderneming niet a priori kan worden gelijkgesteld met blijvende zelfstandigheid van de vennootschap of het behoud van de eigen stoel.*
4. *Indien sprake is van een bieding ten aanzien waarvan het bestuur van de doelvennootschap tot de conclusie kan komen dat deze niet in het belang van de vennootschap is, moet zij zich hiertegen kunnen verzetten. Daartoe is een zekere mate van bescherming nuttig.*
5. *Indien de machtsverhoudingen in de algemene vergadering van aandeelhouders belangrijk zijn gewijzigd is het in zijn algemeenheid evenwel ongewenst dat de ondernemingsleiding dit feit langdurig negeert.”⁸⁷*

Hierna waren de VvdE en de VEUO weer aan zet. Begin 1992 kwamen zij een aanvullend compromis in de vorm van een nieuwe wijziging van Bijlage X van het Fondsenreglement overeen. De voornaamste wijzigingen zagen op een

86. Notitie inzake beschermingsconstructies van 1 februari 1991, *Kamerstukken II*, 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 7.

87. *Ibid*, p. 6.

verdere beperking van de mogelijkheid tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen en op de verplichting voor de betreffende beursvennootschappen om uiterlijk twee jaar na uitgifte van dergelijke aandelen een AVA te organiseren om de wenselijkheid van de intrekking ervan te bespreken.⁸⁸ Het was voor de VvdE en de VEUO echter niet mogelijk gebleken om tot een definitieve en allesomvattende regeling te komen: de aanpassing was slechts voor een periode van drie jaar (tot 1 april 1995) overeengekomen. In een reactie liet Minister van Financiën Kok weten het nieuwe compromis voor de overeengekomen duur aanvaardbaar te achten, maar hij plaatste wel de kritische kanttekening dat de overeengekomen regeling nog niet op alle punten tegemoet kwam aan de door het kabinet geformuleerde uitgangspunten. Ook gaf Kok aan dat hij op de langere termijn (na 1 april 1995) een wettelijke regeling waarbij rekening kon worden gehouden met alle betrokken belangen en eventuele Europese ontwikkelingen niet wilde uitsluiten.⁸⁹ Hiermee gaf de minister een voorschot op een overheidsingrijpen als de VvdE en de VEUO onderling niet tot een bevredigender resultaat zouden kunnen komen. Dit ingrijpen zou uiteindelijk ook gebeuren, met bredere consequenties dan alleen voor het onderwerp beschermingsconstructies (zie hierna §3.5).

3.4 Verschuivingen in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen (1980-1995)

3.4.1 *Veranderend profiel van aandeelhouders*

In dezelfde periode dat de internationale concurrentie op de aandelenbeurzen in de nasleep van Big Bang werd geïntensiveerd, ontstonden ook de eerste aanzetten voor een verschuiving in de verschillende aandeelhoudersbestanden van Nederlandse beursvennootschappen. In de kern kwam deze beweging neer op een verschuiving van particulier aandelenbezit naar institutioneel aandelenbezit. Naast de Nederlandse verzekeraars, die sinds lange tijd substantiële belangen in Nederlandse beursvennootschappen hielden, gingen ook beleggingsfondsen en pensioenfondsen op grotere schaal participeren in Nederlandse beurs aandelen. In dit proces liepen de belangrijkste Nederlandse institutionele beleggers, de grote pensioenfondsen, achter ten opzichte van buitenlandse institutionele beleggers, met name de grote Amerikaanse beleggingsfondsen en Britse pensioenfondsen en verzekeraars. Hierdoor trad met de verschuiving van particulier

88. Kenbaar uit de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames, *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nr. 3, p. 4.

89. Antwoorden van Minister van Financiën W. Kok op kamervragen inzake de wenselijkheid voor wettelijke regels voor beschermingsconstructies van 24 juni 1992, *Handelingen II*, 1991/92, Aanhangsels nr. 666, p. 1395.

HOOFDSTUK 3

naar institutioneel aandelenbezit als bijeffect ook een versterking van het segment van internationale aandeelhouders binnen de gelederen van Nederlandse beursvennootschappen op.

Tot de jaren '80 was beleggen in de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen overwegend een statische aangelegenheid geweest. Van oudsher was een belangrijk deel van de aandelen in Nederlandse multinationals zoals Koninklijke Olie en Unilever in handen geweest van buitenlandse investeerders. Deze belangen werden vaak aangehouden door buitenlandse brancheleden bij wijze van deelnemingen, wat betekende dat in deze pakketten relatief weinig werd gehandeld. Wat betreft de Nederlandse aandeelhouders werden grote pakketten aandelen in Nederlandse beursfondsen gehouden door vermogende particulieren of rijke families, al dan niet nazaten van de oprichters van de onderneming. Ook kruisverbanden waarbij Nederlandse beursvennootschappen substantiële deelnemingen in elkaars aandelenkapitaal hadden kwamen voor; met name Nederlandse financiële instellingen waren lange tijd door onderling aandelenbezit in belangrijke mate met elkaar verweven.⁹⁰ Een ander deel van Nederlandse aandelen was in handen van particuliere beleggers, een type aandeelhouder dat door Raaijmakers als “*couponknippende rentenier met zijn trommel van vaste en directe beleggingen in NV's*” is aangeduid.⁹¹ Anders dan in Duitsland hadden de Nederlandse banken geen traditie van het houden van substantiële belangen in Nederlandse industriële ondernemingen.⁹² Wel hadden Nederlandse verzekeraars, in het bijzonder Nationale Nederlanden, van oudsher relatief grote belangen opgebouwd in verschillende beursfondsen.⁹³

Een illustratieve momentopname is te vinden in het voorwoord van het boek *De Aartsvaders: grondleggers van het Nederlandse bedrijfsleven* van Wennekes uit 1993.⁹⁴ Gebruik makend van het op dat moment net ingestelde 'Wmz-register'⁹⁵ stelde de auteur vast dat ING N.V. begin 1992 de 'grootste aandeelhouder' in het Nederlandse bedrijfsleven was. Volgens het register hield ING een aandelenbelang groter dan 5% in tenminste 54 Nederlandse beursvennootschappen, met als opmerkelijkste deelneming

90. Fennema/Heemskerk 2008, p. 77-78.

91. Pitlo-Raaijmakers 2006, p. 325.

92. Fennema/Heemskerk 2008, p. 27-28.

93. Zie P.M.L. Frentrop, *Andermans Geld: over de korte termijn geneigdheid van institutionele beleggers*, oratie Nyenrode 2012 (bron: <<http://www.nyenrode.nl>>), p. 22.

94. W. Wennekes, *De Aartsvaders: grondleggers van het Nederlandse bedrijfsleven*, Amsterdam: Atlas 1993.

95. Ingesteld op grond van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen. Met deze wet is in 1991 de eerste Europese richtlijn melding zeggenschap (88/627 EG) van 12 december 1988, *PbEG* L 348) geïmplementeerd.

een belang van 20,36% in Unilever. De aandelenbelangen van ING waren in hoofdzaak afkomstig van Nationale Nederlanden, de verzekeraar die kort daarvoor met de NMB-Postbank tot ING was gefuseerd. Grootste aandeelhouder in ING was overigens op dat moment de Staat der Nederlanden met een belang van 8,2%.⁹⁶

De hierboven genoemde groepen vormden samen voor de doorsnee Nederlandse beursvennootschap een relatief stabiel blok in het aandeelhoudersbestand. Deze aandeelhouders hielden hun stukken relatief lang vast en er was als gevolg hiervan relatief weinig handel in uitgegeven aandelen. Vanaf het begin van de jaren '80 breidde het aandeelhoudersbestand van bepaalde beursondernemingen evenwel uit via omvangrijke aandelenemissies. De nieuw geëmitteerde aandelen werden hierbij voor een belangrijk deel bij buitenlandse investeerders geplaatst waardoor het relatieve aandelenbelang van de zittende (Nederlandse) aandeelhouders in meer of mindere mate verwaterde. Met de opkomst van schermenhandel op de wereldwijde beurzen en het afschaffen van vaste commissies op beurstransacties was het voor deze nieuwe beleggers ook mogelijk om de bij emissies verkregen aandelen weer op de beurs te verhandelen, met toenemende handelsvolumes van Nederlandse aandelen tot gevolg. Het lijkt aannemelijk dat hiermee de stabiliteit van het totale aandeelhoudersbestand is verlaagd: meer handel in een aandeel, dus meer wisselingen in de rangen van aandeelhouders.

Bij deze ontwikkeling past de kanttekening dat het aantrekken van buitenlands kapitaal in belangrijke mate ook een bewuste keuze van de bestuurders van de Nederlandse beursvennootschappen zelf lijkt te zijn geweest. Zoals hierboven opgemerkt hadden de grote Nederlandse multinationals van oudsher al ervaring met buitenlandse aandeelhouders. Het aantrekken van buitenlandse investeerders was in sommige gevallen ook onderdeel van een bewuste strategie om de zichtbaarheid en bekendheid in buitenlandse afzetmarkten te vergroten.

Illustratief is bijvoorbeeld de grote emissie van aandelen van KLM N.V. in 1986. Doel van deze emissie was het terugbrengen van het belang van de Staat in KLM met het oog op de aanstaande privatisering van de luchtvaartmaatschappij. Door deze grote emissie zou het belang van de Staat in KLM afnemen van 54,9% tot 38,2%. Het management van KLM zette hierbij bewust in op een internationale emissie met het idee om zo de internationale activiteiten van KLM te ondersteunen. De nieuwe aandelen werden dan ook in hoofdzaak bij buitenlandse investeerders ondergebracht: 55% van de nieuwe aandelen werd bij investeerders in de Verenigde Staten

96. Wennekes 1993, p. 19.

HOOFDSTUK 3

geplaatst, 40% bij Europese beleggers en 5% bij investeerders uit Japan.⁹⁷ Zo belandde slechts een relatief gering percentage van de nieuwe aandelen bij Nederlandse investeerders.

In voorkomende gevallen begaven Nederlandse beursvennootschappen zich ook rechtstreeks op buitenlandse kapitaalmarkten via beursnoteringen die zij via buitenlandse overnames hadden verkregen (in stand houden beursnotering van buitenlandse doelwitvennootschap na overname) of die zij vanwege het financieren van buitenlandse overnames hadden opgezet (financieren van een overname van een buitenlandse doelwitvennootschap via een ruilbod met lokaal genoteerde eigen aandelen). Begin jaren '90 waren de aandelen van vele Nederlandse beursgenoteerde multinationals tevens via 'crosslistings' toegelaten tot de handel op uiteenlopende buitenlandse beurzen in steden als London, New York, Frankfurt, Parijs, Zurich en Tokyo.⁹⁸ Een aantal grotere ondernemingen maakten begin jaren '90 zelfs de sprong naar de 'Big Board' van de New York Stock Exchange (NYSE), zoals Ahold N.V. in 1993.⁹⁹ Met de handel op deze buitenlandse aandelenbeurzen en met de effecten die met emissies via deze beurzen werden uitgegeven mikten Nederlandse beursondernemingen gericht op het kapitaal van buitenlandse investeerders.

Het aanboren van buitenlands kapitaal was mogelijk mede ingegeven door de opkomst van Britse en Amerikaanse institutionele beleggers als grote spelers op de wereldwijde aandelenmarkten. In de Verenigde Staten maakten beleggingsfondsen ('*mutual funds*') in de jaren '80 een sterke groei in beheerd vermogen door. Als gevolg van de introductie van de 401(k)-vrijstelling in de *Internal Revenue Code* (de Amerikaanse belastingwetgeving) konden Amerikaanse ondernemingen hun werknemers op fiscaal gunstige wijze collectief voor hun eigen pensioen laten beleggen. Dit leidde tot een instroom van gelden bij beleggingsfondsen, waarvan een belangrijk deel in aandelen werd belegd. In 1989 bedroeg de waarde van de gezamenlijke beleggingen van Amerikaanse beleggingsfondsen al meer dan USD 1000 miljard.¹⁰⁰ In het Verenigd Koninkrijk waren het vooral de pensioenfondsen die zich eind jaren '80 als grote investeerders in aandelen manifesteerden. Voor deze Britse institutionele beleggers

97. Kenbaar uit E.C. Perotti & E. Cordfunke, 'Do foreign cross-listings increase firm value? Evidence from announcement effects of Dutch firms', CEPR / University of Amsterdam working paper 1997, bron <<http://www.uva.nl>>, in verkorte vorm gepubliceerd in *MAB* 1998, p. 570-578, p. 3.

98. Zie voor een overzicht Perotti/Cordfunke 1997, p. 23-26.

99. A. de Jong, D.V. DeJong, G. Mertens & P. Roosenboom, 'Royal Ahold: a failure of corporate governance and an accounting scandal', ECGI Finance Working Paper nr. 67/2005, CentER working paper 2005-57, bron: <<http://www.ssrn.com>>, p. 4. De aandelen Ahold waren daarvoor reeds genoteerd aan de beurs van NASDAQ.

100. Frentrop 2012, p. 22.

was de keuze om een relatief hoog percentage van het beheerd vermogen in aandelen te beleggen in hoofdzaak ingegeven door rendementsdruk. Als gevolg van de hoge inflatie in het Verenigd Koninkrijk in de jaren '70 en '80 was het rendement op vastrentende beleggingen zoals (staats)obligaties sterk teruggevallen, waardoor de Britse pensioenfondsen min of meer genoodzaakt waren om hun heil in andere beleggingen te zoeken. Dit leidde ertoe dat Britse pensioenfondsen in de jaren '90 vrijwel zonder uitzondering een hoog percentage van hun beheerd vermogen (tot wel 80%) in aandelen hadden belegd.¹⁰¹ Zodoende hadden deze Amerikaanse en Britse institutionele beleggers een grote hoeveelheid kapitaal beschikbaar voor beleggingen in aandelen.

3.4.2 *Positie Nederlandse institutionele beleggers*

In vergelijking tot de Britse en Amerikaanse institutionele beleggers bleven de Nederlandse institutionele beleggers in dezelfde periode aanvankelijk achter wat betreft beleggingen in aandelen. Het grootste gedeelte van het beheerd vermogen van de Nederlandse institutionele beleggers was (en is nog steeds) ondergebracht bij pensioenfondsen.¹⁰² Het vermogen van pensioenfondsen werd van oudsher defensief belegd. Tot 1990 was de algemene opvatting in de Nederlandse pensioensector dat pensioengelden in hoofdzaak belegd moesten worden in vastrentende waarden (zoals obligaties) in eigen land.¹⁰³ Begin jaren '90 kwam een omslag waarbij pensioenfondsen zich meer op beleggingen in aandelen gingen richten. In een interview uit 2009 lichtte de toenmalig directeur beleggingen van het ABP Frijns deze omslag als volgt toe: *“In de jaren tachtig was de rente twaalf procent. We konden de pensioenpremies verlagen en toch voldoende vermogen opbouwen. Toen de rente begon te dalen, waren er twee keuzes: of in weinig renderende obligaties blijven en de premies sterk verhogen of meer risico's nemen zodat je meer rendement maakt.”*¹⁰⁴ In 2010 kwam de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer, waarvan Frijns de voorzitter was, met de volgende verklaring voor dit verschijnsel: *“Vanaf 1990 kwam het accent in het beleggingsbeleid meer op aandelen te liggen en trad internationalisering op in de beleggingsportefeuille, waarschijnlijk*

101. Kenbaar uit het rapport *Pensioen: “Onzekere zekerheid”, een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen* van de Nederlandse Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer van 19 januari 2010, *Kamerstukken II* (bijlagen), 2009/10, 30 413, nr. 138, p. 35 (voetnoot 34). De Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer was in augustus 2009 ingesteld door Minister van Sociale Zaken & Werkgelegenheid J.P.H. Donner en stond onder voorzitterschap van J.M.G. Frijns, voormalig directeur beleggingen van het ABP.

102. Frentrop 2012, p. 22-23.

103. Rapport Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer 2010, p. 35.

104. A. de Vos, 'Riskante wereld voor ABP', *Binnenlands Bestuur* januari 2009, bron: <<http://www.binnenlandsbestuur.nl>>.

HOOFDSTUK 3

*mede om compensatie te bieden tegen het gestaag dalende rendement op vast-rentende waarden. Dit werd versterkt door de gunstige resultaten op de internationale aandelenmarkten.”*¹⁰⁵

Ondanks de verschuiving in beleggingsbeleid van obligaties naar aandelen vanaf het begin van de jaren '90 hebben Nederlandse pensioenfondsen in deze periode over het geheel genomen geen dominante positie verworven in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen. Hiervoor zijn tenminste twee redenen aan te voeren. Ten eerste verliep de verschuiving in beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen in verschillende snelheden. Zo hadden de bedrijfspensioenfondsen van Shell, Unilever en IBM in 1997 al meer dan 50% van hun beheerd vermogen in aandelen belegd, maar bedroeg dit percentage voor het grootste pensioenfonds ABP op dat moment nog slechts 18%.¹⁰⁶ Het heeft er alle schijn van dat het ABP vanaf begin jaren '90 in ieder geval tot de privatisering van het fonds in 1996¹⁰⁷ haar aandelenportefeuille relatief behoedzaam heeft opgebouwd. Ten tweede heeft de hierboven genoemde internationalisering van de beleggingsportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen waarschijnlijk een belangrijke rol gespeeld. Niet alleen was het niet langer vanzelfsprekend voor Nederlandse pensioenfondsen om hoofdzakelijk in Nederlandse effecten te beleggen, maar door innovaties in de beurshandel en – voor wat betreft beleggingen binnen de toenmalige EG – het vrijmaken van de Europese interne markt voor kapitaal¹⁰⁸ was beleggen in buitenlandse aandelen ook beter toegankelijk (en goedkoper) geworden. Nederlandse pensioenfondsen waren derhalve niet aan hun thuismarkt gebonden en konden met buitenlandse beleggingen een grotere diversificatie in hun beleggingsportfolio opbouwen. Dit leidde ertoe dat zij voornamelijk geen grote belangen in Nederlandse beursfondsen opbouwden (zie ook §5.2 hierna).

De hierboven geschetste ontwikkelingen zorgden samen voor wijzigingen in de samenstelling van het collectieve aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen. De Nederlandse beursondernemingen trokken in de jaren '80 via aandelenemissies nieuw kapitaal aan, waarbij de nieuwe aandelen

105. Rapport Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer 2010, p. 35.

106. Frentrop 2012, p. 22 noot 53 (verwijzend naar de column 'ABP laat 12,5 miljard liggen' van E.J. Bomhoff in de *NRC* van 19 juli 1997).

107. De privatisering van het ABP was geregeld in de Wet privatisering ABP van 27 december 1995, *Stb* 639. Het proces dat tot privatisering van het ABP zou leiden was in 1991 ingezet met het aannemen door de Tweede Kamer van de motie-Paulis van 6 februari 1991, *Kamerstukken II*, 1990/91, 21 515, nr. 11 (“overwegende, dat het in beginsel wenselijk is een grotere parallelle tussen de financieringswijze en organisatie van vergelijkbare voorzieningen in de overheids- en marktsector na te streven”).

108. Laatstelijk bij Verordening van de Raad van 24 juni 1988 ter implementatie van artikel 67 van het EG-Verdrag inzake het vrij verkeer van kapitaal, *PbEG* 8 juli 1988, L 178, p. 5-18.

– al dan niet gericht – bij internationale investeerders werden geplaatst. Ook verwierven internationale institutionele beleggers via handel op de beurzen als collectief steeds grotere aandelenpakketten in Nederlandse beursondernemingen. Mede omdat de Nederlandse pensioenfondsen in vergelijking met vooral Amerikaanse en Britse institutionele beleggers pas relatief laat de aandelenmarkten op grote schaal betraden en ook overigens hun beleggingen niet in hoofdzaak tot de thuismarkt van Nederland beperkten, ontstond in het kielzog van de verschuiving van particulier naar institutioneel aandelenbezit ook een verdere demografische verschuiving in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursfondsen.

Een ander effect van de institutionalisering van aandelenbezit was een toename in handelsvolumes in Nederlandse aandelen en daarmee een sneller wisselend aandeelhoudersbestand. Met het plaatsen van aandelen bij institutionele beleggers kwamen ook meer verhandelbare aandelen in omloop. Anders dan de traditionele groep Nederlandse aandeelhouders van families, vermogende particulieren, verzekeraars en andere Nederlandse en buitenlandse ondernemingen hielden deze nieuwe aandeelhouders hun aandelen in Nederlandse beursfondsen hoofdzakelijk als verhandelbare beleggingsobjecten. Hiermee verschoof het karakter van Nederlandse beursaandelen in zekere mate van deelneming naar handelswaar.

Op basis van cijfers die medio jaren '90 door DNB-economen Bolt en Peeters zijn verzameld kan het resultaat van de hierboven beschreven verschuivingen inzichtelijk worden gemaakt.¹⁰⁹ Per ultimo 1995 was de structuur van het (gemiddelde) aandelenbezit in Nederlandse beursvennootschappen, uitgesplitst per categorie aandeelhouder als volgt:

- 24% werd gehouden door Nederlandse institutionele beleggers, waarvan 2% door banken en 22% door pensioenfondsen en verzekeraars. Het relatief belang van de banken is door de jaren heen stabiel geweest. Pensioenfondsen en verzekeraars hadden in 1980 nog een relatief belang van rond de 25%. In de jaren erna daalde dit relatieve belang met als dieptepunt een percentage van ongeveer 15% in de periode tussen 1986 en 1988. In de jaren erna stijgt het belang in stappen tot 22% in 1995. Deze opgaande beweging zou verklaard kunnen worden door de hierboven beschreven toename in aandelenbeleggingen van Nederlandse pensioenfondsen in deze periode. Bolt en Peeters wezen in hun toelichting op de cijfers in dezelfde richting, maar voegden hier wel aan toe dat de groei van het relatieve belang van de Nederlandse institutionele beleggers geen gelijke pas hield met de waardeontwikkeling

109. W. Bolt & M. Peeters, 'Corporate Governance in the Netherlands' in M. Balling et al (reds.), *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, London: Kluwer Academic Publishers 1998, p. 95-97.

van de aandelenmarkt (*“But whereas the total value of shares, i.e. market capitalization, has been multiplied by as much as five during 1980-1996, funds do not have a strongly growing part of the total share stock.”*)¹¹⁰ Dit achterblijvend marktaandeel wijst in de richting dat de Nederlandse pensioenfondsen terughoudend zijn geweest bij het opbouwen van aandelenbeleggingen in Nederlandse beursondernemingen.

- Nederlandse particulieren en bedrijven hielden elk 19%, samen 38%. Begin jaren '80 stond het percentage van aandelenbezit van particulieren en bedrijven nog op een percentage rond de 20%, in 1981 zelfs even op 15%. Vanaf 1984 klom dit percentage geleidelijk omhoog om na een korte dip in 1988 (wellicht veroorzaakt door de beurskrach van oktober 1987 die veel particulieren uit de markt had gejaagd) in 1990 voor het eerst de grens van 30% te doorbreken. In 1994 steeg het percentage door naar 37-38%. Volgens Bolt en Peeters was de toename van dit percentage mogelijk toe te schrijven aan de opkomst van particuliere pensioenbeleggingen.¹¹¹ Dit zou dan wel betekenen dat deze groep aandeelhouders als geheel diffuser moet zijn geworden door de toename van het aantal particuliere beleggers. Hierdoor zou deze toename van particulier aandelenbezit aan een verdere verspreiding van het totale aandelenkapitaal hebben kunnen bijdragen.
- 37% werd gehouden door buitenlandse investeerders. Hiermee waren buitenlandse investeerders de grootste individuele groep aandeelhouders in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen. Hiermee bevond Nederland zich internationaal gezien in een unieke positie.¹¹² Het dichtst in de buurt kwam Frankrijk, waar buitenlandse investeerders 20% van de aandelen in Franse beursgenoteerde bedrijven bezaten. Daar stonden blokken tegenover van 55% (Franse particulieren en bedrijven) en 23% (Franse institutionele beleggers). Ook in landen als Duitsland, Italië en de Verenigde Staten zorgden particulieren en nationale bedrijven voor grote meerderheidsblokken. Alleen in het Verenigd Koninkrijk was dit niet het geval, maar hier vormden Britse institutionele beleggers een blok van 60%.¹¹³

Alles overziende was Nederland het enige land zonder nationaal ‘blok’ in het aandeelhoudersbestand van haar beursvennootschappen. In de jaren ervoor was het relatief belang van buitenlandse investeerders in Nederlandse beursfondsen nog hoger geweest. Begin 1980 was het percentage meer dan 50%. In de jaren erna steeg dit percentage tot zelfs 60% in 1984 om daarna geleidelijk

110. Bolt/Peeters 1998, p. 96.

111. Ibid.

112. Ibid (*“In none of the non-Dutch countries [Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Duitsland, Italië, Verenigde Staten, Japan] foreigners hold the majority of shares, which probably reflect the fact that these economies are less open than the Dutch one.”*).

113. Ibid, p. 95.

af te nemen tot wederom 50% in 1990. De stijging van het relatieve belang in de eerste jaren loopt ongeveer parallel met de gelijktijdige daling van het relatieve belang van Nederlandse institutionele beleggers. Deze bewegingen zijn in lijn met de hierboven beschreven aandelenemissies van Nederlandse beursondernemingen waarbij aandelen bij internationale beleggers werden geplaatst (onder meer gebruik makend van noteringen aan buitenlandse beurzen) en waarbij de zittende (Nederlandse) aandeelhouders verwaterden. De daaropvolgende neergang vanaf medio jaren '80 loopt weer gelijkop met de gelijktijdige opkomst van Nederlandse bedrijven en particuliere beleggers, volgens Bolt en Peeters een gespiegelde beweging die zich tot medio jaren '90 doorzet.¹¹⁴ Wanneer men in deze cijfers de toename van het uitstaande aandelenkapitaal van Nederlandse beursvennootschappen betreft als gevolg van de vele aandelenemissies in dit tijdvak, dan kan worden geconstateerd dat buitenlandse investeerders als groep hun relatieve belang nog redelijk hebben geconsolideerd, waarschijnlijk door telkens in deze emissies te participeren. Ook doet de opkomst van met name de Amerikaanse en Britse institutionele beleggers vermoeden dat er zich in het relevante tijdvak ook binnen de groep van buitenlandse investeerders een verschuiving van strategische aandeelhouders (branchegenoten) naar financiële beleggers (beleggingsfondsen, pensioenfondsen) heeft voorgedaan.

Samengevat: de gemiddelde Nederlandse beursvennootschap had medio jaren '90 met een wezenlijk veranderd aandeelhoudersbestand te maken. Het blok van 37% van buitenlandse aandeelhouders was weliswaar in relatieve omvang gekrompen ten opzichte van de jaren '80, maar de groep buitenlandse investeerders als geheel was wel van gedaante verwisseld: van grote multinationals die hun belangen in Nederlandse beursondernemingen voor een lange periode als strategische deelneming aanhielden naar overwegend professionele money managers uit het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten die hun belangen in Nederlandse beursondernemingen als belegging hielden. De toename in Nederlands particulier aandelenbezit leidde tot een versnippering van het verdere aandelenbestand terwijl de Nederlandse pensioenfondsen zich vooralsnog niet tot grote aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen hadden ontwikkeld. Tegen deze achtergrond zou midden jaren '90 de politieke discussie over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies weer opblazen. Dit keer zou de discussie alleen niet beperkt blijven tot het onderwerp beschermingsconstructies, maar zou het een vertrekpunt vormen voor een bredere politieke en beleidsmatige discussie over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen.

114. Ibid, p. 96.

3.5 Naar een bredere politieke discussie: het Wetsvoorstel betwiste overnames en de Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters (1996-1999)

3.5.1 *Kabinetten Paars I en II*

In augustus 1994 trad in Nederland het eerste ‘Paarse’ kabinet (VVD/PvdA/D66) aan met oud-Minister van Financiën Kok (PvdA) als premier. De voorman van D66 Van Mierlo werd Minister van Buitenlandse Zaken, terwijl politiek leider van de VVD en latere eurocommissaris Bolkestein in de kamer bleef. De nieuwe Minister van Financiën was de oud-CPB directeur Zalm (VVD). D66 leverde onder meer de Ministers van Justitie (Sorgdrager) en van Economische Zaken (Wijers). In 1998 trad het tweede Paarse kabinet van dezelfde coalitie aan, wederom met Kok als premier en Zalm als Minister van Financiën. Het kabinet Kok II zou tot 2002 aan blijven. Het beleid van beide Paarse kabinetten ten aanzien van marktwerking in het algemeen en het beleid van Zalm met betrekking tot beschermingsconstructies in het bijzonder zouden van grote invloed blijken te zijn voor de verdere ontwikkeling van de juridische positie van aandeelhouders in beursvennootschappen.

In de regeringsperiode van het voorafgaande kabinet Lubbers III was de wereld om Nederland heen in belangrijke opzichten veranderd. Met de eenwording van Duitsland in 1990 was de geopolitieke situatie in de directe omgeving van Nederland in korte tijd substantieel gewijzigd. De hereniging van Duitsland zou ook nadrukkelijk doorwerken in het proces van verdere monetaire en politiek integratie in Europa. De Franse president Mitterand had voor de Franse steun voor de hereniging van Duitsland de voorwaarde gesteld dat de West-Duitse bondskanselier Kohl zich zou committeren aan een verdergaande Europese integratie – onder Frans-Duitse aanvoering – om zo Duitsland aan een institutioneel en monetair Europees kader te binden.¹¹⁵ Hierdoor kreeg het bij de Europese Akte van 1987 ingezette proces tot verwezenlijking en vervolmaking van de Europese interne markt een impuls en was er tevens een politiek momentum ontstaan voor het totstandbrengen van een monetaire unie (de invoering van de euro) en een overkoepelend institutioneel kader (de Europese Unie). Beide ontwikkelingen kregen in 1992 hun beslag met de ondertekening van het Verdrag van Maastricht.¹¹⁶ In 1997 volgde het Verdrag van Amsterdam, waarbij de bevoegdheden van de nieuwe Europese Unie op een aantal gebieden werden uitgebreid.¹¹⁷ Daarmee voltrok de opmars van de Europese Unie zich in een opmerkelijk hoog tempo.

115. Hierover Judt 2005, p. 640 en p. 713-715.

116. Verdrag betreffende de Europese Unie (Verdrag van Maastricht) van 7 februari 1992, in werking getreden op 1 november 1993, *PbEG* 29 juli 1992, C 191.

117. Verdrag van Amsterdam van 2 oktober 1997, in werking getreden op 1 mei 1999, *PbEU* 10 november 1997, C 340.

In deze periode was ook sprake van een groeiend optimisme over de toekomst. Met het einde van de Koude Oorlog en later het uiteenvallen van de Sovjetunie leek voor velen de laatste politiek-ideologische strijd in de wereld te zijn gestreden.¹¹⁸ In deze opvatting was met de teloorgang van het communisme in Oost-Europa, de Baltische staten en Rusland een nieuw postideologisch tijdperk in de wereld aangebroken.¹¹⁹ Het Europees project was in zekere zin van een vergelijkbaar vooruitgangsgeloof doordrongen. Een uitgangspunt van het regeerakkoord van het kabinet Kok I was dan ook dat in de “*nieuwe, nog niet uitgekristalliseerde internationale verhoudingen*” een eigen rol voor Nederland werd verwacht en dat Nederland zich zou concentreren op zijn positie binnen Europa, in het bijzonder op het totstandbrengen van “*een grotere Europese Unie, waarbinnen het zijn eigen rol kan spelen.*”¹²⁰ In de regeringsverklaring ging premier Kok in op de gevolgen van deze nieuwe situatie: “*De structuur van de wereldeconomie verandert ingrijpend. Nieuwe markten worden ontsloten. Nieuwe concurrenten vinden toegang tot onze markten. En wij kunnen en willen ons van die ontwikkelingen niet afschermen. Integendeel, de met succes afgesloten onderhandelingen in het kader van de GATT zullen onze economie nog inniger met de wereldmarkt verstrengelen. Dat biedt nieuwe kansen, maar er zijn ook bedreigingen. Ons land zal sterk genoeg moeten zijn om in Europa tot de kopgroep te blijven behoren. Dat stelt hoge eisen aan het aanpassingsvermogen van ons allen, ook van onze industriële en agrarische bedrijven en van de financiële wereld. Het beleid zal hierop zijn afgestemd.*”¹²¹ Tijdens de regeringsperiode van de Paarse kabinetten zou de Nederlandse economie – mede vanwege de gunstige internationale conjunctuur – goed presteren in deze nieuwe dynamiek. Zo kon ten tijde van de formatie van het tweede kabinet-Kok in 1998 worden vastgesteld dat het begrotingstekort op

118. De bekendste proponent van deze opvatting is Fukuyama, die in een essay uit 1989 – later uitgewerkt in een boek uit 1992 – sprak over ‘the end of history’. Voor het origineel, zie Y.F. Fukuyama, ‘The End of History?’, *The National Interest*, zomer 1989, opgenomen in P. O’Meara, H.D. Mehlinger & M. Krain (reds.), *Globalization and the Challenges of a New Century: a Reader*, Bloomington: Indiana University Press 2000, p. 161-180.

119. In deze zin stellig Fukuyama 1989, p. 162: “*What we may be witnessing is not just the end of the Cold War, or the passing of a particular period of postwar history, but the end of history as such: that is, the end point of mankind’s ideological evolution and the universalization of Western liberal democracy as the final form of human government.*”

120. Brief van formateur W. Kok betreffende het regeerakkoord van kabinet Kok I van 15 augustus 1994, *Kamerstukken II*, 1993/94, 23 715, nr. 11, p. 34.

121. Regeringsverklaring afgelegd door Minister-President W. Kok op 31 augustus 1994, *Handelingen II*, 1993/94, 86 5806-7.

HOOFDSTUK 3

dat moment slechts 1,5% van het Bruto Binnenlands Product bedroeg en dat de economische groei dat jaar op bijna 4% was uitgekomen.¹²² Al dan niet als gevolg van het gevoerde beleid hadden de Paarse kabinetten overwegend het economische tij mee.

Onder de kabinetten Kok I en II werd het beleid van de regeringen Lubbers I-III inzake deregulering, marktwerking en privatisering voortgezet en op belangrijke onderdelen geïntensiveerd. Op het gebied van deregulering werd eind 1994 onder de verantwoordelijkheid van Minister van Economische Zaken Wijers en Minister van Justitie Sorgdrager het project Marktwerking, Deregulering en Wetgevingskwaliteit (MDW) in gang gezet.¹²³ Uitgangspunten van de MDW-operatie – in lijn met het regeerakkoord – waren onder meer “*De regelgeving en de administratieve lastendruk voor bedrijven wordt tot het minimaal noodzakelijke teruggebracht*” en “*De werking van de markt moet worden versterkt door de markttoegang te vergroten, door regels die marktgedrag onnodig beperken weg te nemen en door ruimte te scheppen voor eigen verantwoordelijkheid en keuzen.*”¹²⁴ Met deze uitgangspunten legde het kabinet Kok I een duidelijke principiële oriëntatie op het punt van de marktwerking vast.

Anders dan in het verleden het geval was, werden deze principiële uitgangspunten in de Paarse regeringscoalitie niet alleen gedragen door de liberale VVD en het sociaalliberale D66, maar ook door het sociaaldemocratische PvdA. In de eerder genoemde Den Uyl-lezing uit 1995 verwoordde Minister-President Kok de gewijzigde sociaaldemocratische oriëntatie ten aanzien van marktwerking als volgt: “*Vormen van verzelfstandiging en privatisering kunnen dwingen tot een marktconforme en efficiënte bedrijfsvoering, ook waar de overheid bepaalde normen, prestaties en doelstellingen blijft voorschrijven. Het is niet de markt of de vrije-markteconomie als zodanig die ons niveau van gemeenschapsvoorzieningen onder druk zet. Het zijn de organisatie en het gepast gebruik die voor blijvend draagvlak moeten zorgen. De sociaal-democratie kan en moet zich onderscheiden door haar overtuigde positieve waardering voor de voorzieningen van een brede verzorgingsstaat gepaard te doen gaan met een bijbehorende nadruk op soberheid en effectiviteit in de omgang met gemeenschapsmiddelen.*”¹²⁵ Deze benadering ging in de kern uit van het mobiliseren van marktmechanismen voor het financieren en uitvoeren van publieke taken, waaronder

122. Brief van formateur W. Kok betreffende het regeerakkoord van het kabinet Kok II van 3 augustus 1998, *Kamerstukken II*, 1997/98, 26 024, nr. 10, p. 11. Voor het regeerakkoord hanteerde het kabinet als ‘behoedzaam uitgangspunt’ een groeidoelstelling van 2% per jaar.

123. Zie voor de startnotitie de brief van 19 december 1994, *Kamerstukken II*, 1994/95, 24 036, nr. 1.

124. *Ibid.*, p. 2-3.

125. Kok 1995, p. 14.

de overheidsvoorzieningen op het gebied van sociale zekerheid. Met andere woorden: de markt werd in dienst gesteld van de verzorgingsstaat. Dit uitgangspunt vormde een wezenlijk bestanddeel van de nieuwe ideologische oriëntatie van de PvdA onder Kok die later ook wel als de ‘Derde Weg’ zou worden aangeduid.¹²⁶

De term Derde Weg (the Third Way, das neue Mitte) is een verzamelnaam voor een politieke beweging binnen sociaaldemocratische partijen die zich in de jaren '90 in verschillende landen voordeed. In de Verenigde Staten gebruikte president Clinton midden jaren '90 de beeldspraak van de ‘*triangulation*’ om zijn verkiezingsprogramma als pragmatisch alternatief tussen de klassieke tegenstellingen van Republikeinen en Democraten te plaatsen (‘post-partisan’) terwijl de Britse premier Blair eind jaren '90 vanuit zijn ‘*New Labour*’ programma het fenomeen Third Way inzette om af te rekenen met ‘*Old Labour*’ teneinde Labour beter als regeringspartij te positioneren.¹²⁷ Blair's opvattingen over markt en overheid waren sterk beïnvloed door het werk van de Britse socioloog Giddens, een sleutelfiguur in de academische ontwikkeling van de Derde Weg.¹²⁸ Ook was er sprake van een uitwisseling van ideeën tussen regeringsleiders onderling, in het bijzonder via de personen van Clinton, Blair, de Duitse Bondskanselier Schröder en Kok. In 1999 en 2000 werden voor gelijkgestemde regeringsleiders zelfs heuse Derde Weg-conferenties georganiseerd.¹²⁹ Tijdens de eerste Derde Weg-conferentie in april 1999 noemde Clinton expliciet Kok als een wegbereider voor de Derde Weg: “*Wim Kok, from the Netherlands, actually was doing all of this before we were. He just didn't know that – he didn't have anybody (...) who could put a good label on it.*”¹³⁰ Zie ook §7.4 hierna.

126. Voor een uitgebreide en kritische beschouwing over de ontwikkeling van de Derde Weg in de politiek van de PvdA zij verwezen naar de Den Uyl-lezing die de toenmalig partijleider van de PvdA en Minister van Financiën Bos in januari 2010 heeft gehouden. Zie W.J. Bos, ‘De Derde Weg Voorbij’, Den Uyl-lezing gehouden op 25 januari 2010, te raadplegen op <<http://www.wbs.nl>>.

127. Hierover in kort bestek . J. Gray, ‘Tony Blair, neo-con’ (2007) in *Gray's Anatomy: Selected Writings*, London: Allen Lane 2009, p. 173-175. Zie ook Bos 2010, p. 3.

128. Giddens schreef in 1998 een standaardwerk over de internationale ontwikkeling van de Derde Weg. Zie A. Giddens, *The Third Way: the Renewal of Social Democracy*, Cambridge: Polity 1998. In 2000 volgde een nieuwe versie van dit boek met een repliek aan zijn critici: *The Third Way and its Critics*.

129. Zie over de bijeenkomst in Washington in 1999 H. Wansink, ‘Giddens verdedigt zijn Derde Weg’, *Volkscrant* 14 april 2000. Over de bijeenkomst in Berlijn in 2000 is destijds bericht door de BBC: ‘Third Way gets world hearing’, 31 mei 2000, te raadplegen op <<http://news.bbc.co.uk>>.

130. Bos 2010, p. 4.

HOOFDSTUK 3

3.5.2 *Privatiserings- en dereguleringsbeleid onder Paars I en II*

Minister van Financiën Zalm zette op zijn beurt de door Ruding ingezette – en daarna door Kok gecontinueerde – privatiseringsoperatie voort in de vorm van een intensivering van het privatiseringsbeleid voor staatsdeelnemingen. De uitgangspunten van het privatiseringsbeleid uit 1985 (zie §3.2) werden herijkt in de nota *Beleid inzake staatsdeelnemingen* die Zalm begin 1997 naar de kamer stuurde.¹³¹ In deze nota werden de in 1985 vastgestelde criteria voor afstoting van staatsdeelnemingen herbevestigd, maar werd wel aangekondigd dat aan de toepassing van bepaalde criteria in de toekomst een andere invulling zou worden gegeven. Zo zou het enkele feit dat de betreffende staatsdeelneming een monopolie op bepaalde diensten had of dat de Staat de grootste afnemer van een staatsdeelneming was niet langer een voldoende rechtvaardiging voor het in stand houden van de staatsdeelneming zijn.¹³² Hoewel dit niet expliciet in de nota was uitgesproken, zal bij deze verdergaande beleidslijn over privatisering ook de omvang van de via privatisering van staatsdeelnemingen te ontvangen verkoopopbrengst een rol hebben gespeeld. In dit verband maakte de nota wel melding van het in 1995 opgerichte Fonds Economische Structuurversterking (FES), een door het Ministerie van Economische Zaken beheerd begrotingsfonds.¹³³ De nota stelde vast dat de opbrengsten van verkoop van staatsdeelnemingen als voedingsbron voor dit begrotingsfonds konden worden aangewezen.¹³⁴

Illustratief voor de uitvoering van het aangepaste privatiseringsbeleid is het in 1997 door het kabinet uitgesproken voornemen tot gedeeltelijke vervreemding van het meerderheidspakket aandelen dat de Staat hield in de N.V. Luchthaven Schiphol.¹³⁵ In de begeleidende brief werd uiteengezet dat er op grond van de criteria van de Nota beleid inzake staatsdeelnemingen geen doorslaggevende redenen meer waren voor het Rijk om het toenmalige aandelenbelang van 76% volledig te handhaven. Vastgesteld werd dat de overheid haar beleidsdoelstellingen voor de luchthaven Schiphol via wet- en regelgeving en via privaatrechtelijke overeenkomsten verwezenlijkte en dat de Staat als aandeelhouder, mede vanwege de beperkingen op

131. Nota beleid inzake staatsdeelnemingen van de Minister van Financiën G. Zalm van 8 januari 1997, *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 178, nr. 2.

132. *Ibid.*, p. 4.

133. Ingesteld bij de Wet fonds economische structuurversterking van 21 december 1995, *Stb* 1996, 51-52. Wetsvoorstel behandeld onder kamerstuknummers 23 002 (wet) en 24 146 (novelle).

134. Nota beleid inzake staatsdeelnemingen, *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 178, nr. 2, p. 13.

135. Brief van Minister van Verkeer en Waterstaat A. Jorritsma en Minister van Financiën G. Zalm van 26 juni 1997, *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 435, nr. 1.

grond van de structuurregeling, slechts een beperkte invloed op de gang van zaken kon uitoefenen. Het terugbrengen van het aandelenbelang van de Staat werd daarom niet van invloed geacht op de mogelijkheden tot het effectueren van de publiekrechtelijke verantwoordelijkheden.¹³⁶ Bij nadere beschouwing lijkt het privatiseringsvoornemen ten aanzien van Schiphol ook voor een belangrijk gedeelte door financiële afwegingen gedreven te zijn, mede gelet op de toenmalige uitbreidingsplannen van Schiphol en de daarvoor benodigde substantiële investeringen. Veelzeggend is de volgende passage uit de brief: *“Een bijkomstig aspect is dat in de huidige situatie NVLS [N.V. Luchthaven Schiphol] voor het financieren met eigen vermogen van toekomstige activiteiten, zoals het aangaan van strategische allianties, uitsluitend is aangewezen op de bestaande aandeelhouders. Deze zijn thans de Staat en de gemeenten Amsterdam en Rotterdam. Wanneer NVLS door vervreemding van aandelen zelf toegang tot de kapitaalmarkt voor eigen vermogen krijgt, geeft dit o.m. voor de Staat de mogelijkheid vrijvallende middelen voor andere doeleinden aan te wenden, overeenkomstig de Wet Fonds Economische Structuurversterking (FES).”*¹³⁷ Met andere woorden: de Staat beoogde een gedeeltelijke beursgang van Schiphol (*“zelf toegang tot de kapitaalmarkt voor eigen vermogen”*) zodat de verdere uitbreiding van Schiphol met private middelen gefinancierd zou kunnen worden en de Staat niet aan deze uitbreiding mee zou hoeven te betalen.¹³⁸ Ook zou de opbrengst van de met de beursgang gepaard gaande verkoop van een deel van het aandelenpakket van de Staat vervolgens via het FES kunnen worden aangewend voor speciale projecten. In zoverre zou privatisering van Schiphol een dubbele winst voor de Staat hebben opgeleverd. Uiteindelijk heeft de voorgenomen privatisering geen doorgang gevonden.

In de Nota beleid inzake staatsdeelnemingen werd ook ingegaan op het beleid voor het verzelfstandigen van overheidsdiensten in hetzij een publiekrechtelijk overheidslichaam of een zelfstandig bestuursorgaan (zbo), hetzij in een aparte juridische entiteit in de vorm van een N.V. – al dan niet als opmaat voor gehele of gedeeltelijke privatisering van de betreffende onderneming. De Nota nam als uitgangspunt dat verzelfstandiging van een bepaalde overheidsdienst in een privaatrechtelijke rechtsvorm aangewezen was indien de overdracht van de eigendom van die rechtspersoon (dat wil zeggen privatisering) op kortere of langere

136. Ibid, p. 4.

137. Ibid, p. 2.

138. Ten overvloede ibid, p. 6: *“De vraag kan gesteld worden in hoeverre de aanleg van luchthaveninfrastructuur tot het publieke domein moet worden gerekend. Principieel hierin is dat de kosten van luchthaveninfrastructuur door een marktpartij gedragen kunnen worden en dat de commerciële exploitatie volledige doorberekening van kosten aan de gebruikers mogelijk maakt.”*

HOOFDSTUK 3

termijn aan de orde was. Dit gold niet alleen voor diensten waarvoor reeds tot privatisering was besloten, maar ook voor overheidstaken waarvoor het beleidsvoornemen van de regering bestond om deze onder de ‘tucht van de markt’ te brengen. Deze tucht zou niet slechts uit concurrentie van andere ondernemingen kunnen bestaan, maar ook uit het feit dat een N.V. voor haar financiering op de financiële markten is aangewezen en daarmee een eigen verantwoordelijkheid zou hebben voor haar continuïteit. In al deze gevallen zouden er op termijn geen doorslaggevende redenen meer zijn waarom de Staat aandeelhouder zou moeten blijven.¹³⁹ De Nota concludeerde: “*Wanneer aldus een voorheen publieke taak evengoed of beter door een juridische entiteit, die marktconform is ingericht, kan worden verricht is een privaatrechtelijke rechtspersoon de aangewezen vorm.*”¹⁴⁰

De principiële keuze voor het overhevelen van overheidsdiensten naar privaatrechtelijk georganiseerde staatsdeelnemingen met al dan niet een concreet voornemen tot privatisering daarvan legde ook een nadruk van de positie van de Staat als aandeelhouder in zijn deelnemingen en de wijze waarop de Staat invulling zou geven aan zijn aandeelhouderschap. Ook dit onderwerp werd door de Nota beleid inzake staatsdeelnemingen bestreken in de vorm van een uitgebreide uiteenzetting over de positie van aandeelhouders in naamloze vennootschappen waarop het structuurregime van toepassing is. De structuurregeling werd als uitgangspunt genomen aangezien op een aanzienlijk deel van de sinds 1985 geprivatiseerde staatsbedrijven het structuurregime van toepassing was. De Nota constateerde dat in een structuur-N.V. veel belangrijke bevoegdheden wettelijk aan de RvC waren toegekend en dat de bevoegdheden van de aandeelhouder in vergelijking tot die van de RvC van beduidend minder gewicht waren. De Nota voegde hier het volgende aan toe: “*Het beleid van het kabinet is er in het algemeen op gericht de positie van de aandeelhouder te versterken. Het valt evenwel buiten het bestek van deze nota om in algemene termen op de wettelijke positie van de aandeelhouder in te gaan. Wel constateer ik dat bij structuurvennootschappen de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering beperkt zijn. Bij structuurvennootschappen ware te bezien of er gronden zijn voor extra bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering.*”¹⁴¹ Zodoende kreeg de politieke discussie over de positie van aandeelhouders een nieuw perspectief erbij. Niet alleen was de overheid in de discussie gepositioneerd als wetgever ten behoeve van het economisch verkeer, maar ook als participant in haar hoedanigheid van aandeelhouder in geprivatiseerde of nog te privatiseren staatsdeelnemingen.

139. Nota beleid inzake staatsdeelnemingen, *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 178, nr. 2, p. 6.

140. *Ibid.*, p. 7.

141. *Ibid.*, p. 8.

Het ‘beleid van het kabinet’ gericht op de versterking van de positie van aandeelhouders waarover in de Nota beleid inzake staatsdeelnemingen werd gesproken was niet formeel vastgelegd. Het regeerakkoord van het kabinet Kok I (en later dat van Kok II) bevatte geen beleidsvoornemens op het terrein van het ondernemingsrecht en er waren voorafgaand aan de Nota inzake staatsdeelnemingen ook geen overkoepelende beleidsnota’s over dit onderwerp gepubliceerd. Toch kon wel degelijk een consistent regeringsbeleid worden waargenomen. Dit beleid werd in hoofdzaak vormgegeven door de Minister van Financiën Zalm, wat opmerkelijk is aangezien het vennootschapsrecht in principe tot het beleidsterrein van het Ministerie van Justitie behoort. De reeds onder zijn voorgangers lopende discussie tussen de VvdE en de VEUO over de regulering van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen bood Zalm een aanknopingspunt om het regeringsbeleid op dit onderwerp te concretiseren, zeker nadat deze discussie tussen de VvdE en de VEUO zich had verbreed tot de corporate governance van beursvennootschappen in ‘vredetijd’. Het verloop van deze discussie en de interactie met het regeringsbeleid in de relevante periode worden hieronder nader uiteengezet.

3.5.3 *Voortzetting discussie over beschermingsconstructies en het Wetsvoorstel betwiste overnames*

Bij het laatste compromis in de discussie over beschermingsconstructies tussen de VEUO en de VvdE was in 1992 afgesproken dat voor 1 april 1995 (later verlengd tot 1 juni 1995) een definitieve overeenstemming moest zijn bereikt (zie §3.3). Het sluiten van een definitief akkoord binnen de gestelde termijn bleek andermaal niet mogelijk. In plaats daarvan sloten de VvdE en de VEUO op 8 mei 1995 een ‘beginselakkoord’ over de uitgangspunten voor een regeling inzake de mogelijke doorbraak van beschermingsconstructies.¹⁴² De in het beginselakkoord voorgestelde regeling was geïnspireerd door een eerder voorstel van een werkgroep beschermingsconstructies vanuit VNO/NCW en kwam in de kern neer op het instellen van een panel voor geschillenbeslechting rond ongeïnviteerde overnames waarin een bidder na het verwerven van een meerderheidsbelang vanwege beschermingsconstructies geen zeggenschap via de AVA kon uitoefenen. Een dergelijke bidder / meerderheidsaandeelhouder van een beursvennootschap – op voorwaarde dat hij gedurende tenminste achttien maanden een aandelenbelang van 70% of meer zou houden – zou zich op grond van de voorgestelde regeling tot het panel kunnen wenden om een doorbreking van die beschermingsconstructies te verzoeken. Het panel zou zich dan een oordeel moeten vormen over de vraag of na afweging van alle betrokken belangen

142. Over dit beginselakkoord D.C. Buijs, ‘Beginselakkoord Beurs-VEUO en de reactie daarop van de minister van Financiën’, *TVVS* 1995, p. 157-159.

HOOFDSTUK 3

het in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid al dan niet aanvaardbaar zou zijn om aan de verzoeker de zeggenschap binnen de betreffende beursonderneming te onthouden. De instelling van het panel, de te volgen procedure en de aan te leggen toets bij beslissingen over doorbreking van beschermingsconstructies zouden volgens het beginselakkoord voor 1 januari 1996 in het Fondsenreglement van de VvdE moeten worden uitgewerkt.

Een opvallend element uit het beginselakkoord was dat de VvdE en de VEUO de regering verzochten om de afdwingbaarheid van beslissingen van het voorgestelde panel met een wettelijke regeling te verankeren. In de begeleidende brief bij de aanbidding van het beginselakkoord aan de vaste commissie Financiën van de Tweede Kamer werd dit uitgangspunt met instemming door Zalm verwelkomd.¹⁴³ Wel plaatste Zalm enkele kritische kanttekeningen bij het voorstel, in het bijzonder ten aanzien van de vraag in hoeverre het instrument van bindende beslissingen van het beoogde panel niet in strijd zou zijn met de Grondwet en het EVRM. De VvdE en de VEUO kregen in een daaropvolgend overleg tot 1 oktober 1995 de tijd om met een voorstel voor een sluitende regeling te komen.¹⁴⁴ Het gevraagde conceptwetsvoorstel werd op 29 september 1995 door de VvdE en de VEUO aan Zalm en Minister van Economische Zaken Wijers gestuurd.¹⁴⁵ In dit conceptwetsvoorstel was het beoogde panel uitgewerkt in een 'Commissie Betwiste Overnames' waarvan de voorzitter en plaatsvervangend voorzitter zouden worden benoemd door de betrokken ministers en de overige drie leden op gezamenlijke voordracht van de VvdE en de VEUO. Ook was de toets voor doorbraak van beschermingsconstructies in het conceptwetsvoorstel ten opzichte van het beginselakkoord gespecificeerd. Tot slot was voorzien in een wisselwerking tussen de Commissie Betwiste Overnames en de Ondernemingskamer teneinde de EVRM-problematiek te ondervangen. In de nieuwe opzet diende de Ondernemingskamer als overheidsrechter te oordelen over de ontvankelijkheid van verzoekers en de op te leggen voorzieningen terwijl de Commissie Betwiste Overnames als privaat panel inhoudelijk zou beslissen op het verzoek tot doorbraak van beschermingsconstructies.

143. Brief van Minister van Financiën G. Zalm aan de vaste commissie voor Financiën van 23 mei 1995, *Kamerstukken II*, 1994/95, 23 900 IXB, nr. 25 (bijlage), p. 7.

144. Verslag van een overleg van de vaste commissie voor Financiën met de Minister van Financiën G. Zalm van 29 juni 1995, *Kamerstukken II*, 1994/95, 23 900 IXB, nr. 25, p. 1.

145. Over dit voorstel D.C. Buijs, 'Commissie Betwiste Overnames; wel een compromis, maar geen oplossing. Fopspeen of dobbelsteen?', *TVVS* 1995, p. 301-304 en M.M. Mendel, 'Wetsontwerp beschermingsmaatregelen VEUO-beurs uit oogpunt van rechtsbedeling en corporate governance', *De N.V.* 1995, p. 271-273. Tussen Mendel en Franx ontspan zich vervolgens een discussie over de (on)verenigbaarheid van het wetsontwerp met artikel 6 lid 1 EVRM. Zie J.K. Franx, 'Wetsontwerp beschermingsmaatregelen VEUO-Beurs (VvdE): geen strijd met art. 6 lid 1 EVRM', *De N.V.* 1996, p. 48-50 en J.K. Franx, 'Dupliek Voorontwerp VEUO-Beurs (VvdE)', *De N.V.* 1996, p. 123-124 (telkens met naschrift M.M. Mendel).

Met dit nieuwe voorstel werd niet geheel tegemoetgekomen aan de kritiek vanuit de betrokken ministeries. Deze kritiek zag met name op de rol van de Commissie Betwiste Overnames (in de ogen van de regering een onnodige toevoeging naast de Ondernemingskamer) en de formulering van de toetsingsmaatstaf waarin volgens het kabinet ten onrechte niet tot uitdrukking kwam dat beschermingsconstructies tijdelijk van aard dienden te zijn. Ook werd de termijn van achttien maanden bij nader inzien toch als te ruim beschouwd en leek een termijn van maximaal één jaar eerder wenselijk. Vanuit de ministeries van Financiën, Economische Zaken en Sociale Zaken en Werkgelegenheid werd daarop een aantal gespreksrondes met belanghebbende partijen georganiseerd. Naast de VvdE en de VEUO werd hierbij ook onder meer gesproken met vertegenwoordigers van de Vereniging voor Effectenbezitters (VEB), de vakbonden en overlegorganen van verschillende pensioenfondsen. Nadat deze overlegronde was afgerond hadden de betrokken ministers op 28 februari 1996 een laatste overleg met de VvdE en de VEUO waarin overeenstemming werd bereikt over de uitgangspunten van de op te stellen wettelijke regeling. Het feit dat Minister van Financiën Zalm op dezelfde dag van het overleg reeds de Tweede Kamer bij uitgebreide brief¹⁴⁶ kon berichten over de uitkomst ervan doet vermoeden dat de VvdE en de VEUO door de regering voor het blok zijn gezet om tot het gewenste resultaat te komen. Hiermee was de sinds 1985 lopende discussie tussen de beide verenigingen over een private oplossing van de problematiek rond beschermingsconstructies definitief beëindigd en had het kabinet in lijn met de eerdere waarschuwingen van Minister van Financiën Kok (zie §3.3) definitief het initiatief op dit terrein naar zich toegetrokken.

Op 20 november 1997 – ruim 1,5 jaar na de aankondiging van de overeenstemming op hoofdlijnen – diende Minister van Financiën Zalm, Minister van Justitie Sorgdrager en Minister van Economische Zaken Wijers het Wetsvoorstel betwiste overnames bij de Tweede Kamer in.¹⁴⁷ De Ontwerp-Dertiende Richtlijn (§3.3) was ook na publicatie van een nieuw ontwerp in 1996¹⁴⁸ nog altijd niet vastgesteld (en zou twee jaar later in het Europees Parlement sneven¹⁴⁹). Toch werd Europese regelgeving niet langer afgewacht, een teken van de door het kabinet gepercipieerde urgentie.

146. Brief van de Minister van Financiën G. Zalm aan de Tweede Kamer van 28 februari 1996, *Kamerstukken II*, 1995/96, 24 400 IXB, nr. 22 (verwijzing naar gesprek van 28 februari 1996 op p. 3).

147. Wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over de zeggenschap in de naamloze vennootschap (Wetsvoorstel betwiste overnames) van 20 november 1997, *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nrs. 1-3.

148. Herzien voorstel van de Europese Commissie voor een Dertiende Richtlijn betreffende openbare overnamebiedingen van 21 februari 1996, *PbEG* 1996, C 162.

149. Zie J.W. Winter, 'De saga van de overnamerichtlijn; een wat persoonlijk verslag' in M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge & R.P. ten Have (reds.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie O&R nr. 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 109-114.

HOOFDSTUK 3

De in het Wetsvoorstel betwiste overnames voorgestelde regeling was geënt op de in 1996 tussen de regering enerzijds en de VvdE en de VEUO anderzijds vastgestelde uitgangspunten en behelsde een integrale procedure ten overstaan van de Ondernemingskamer. De verzoekende meerderheidsaandeelhouder diende bij zijn verzoek tot doorbraak van beschermingsconstructies zijn voornemens met betrekking tot zijn beleid ten aanzien van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming en zijn voornemens met betrekking tot de samenstelling van bestuur en RvC kenbaar te maken (voorgesteld artikel 2:359b lid 4 BW). Op grond van het voorgestelde artikel 2:359f BW zou de Ondernemingskamer het verzoek moeten toewijzen tenzij de vennootschap aannemelijk zou kunnen maken dat de voornemens van de verzoeker wezenlijk in strijd zouden zijn met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming of dat te verwachten viel dat de verzoeker in strijd met artikel 2:8 BW zou handelen. In lid 2 waren ten gunste van de vennootschap een aantal wettelijke vermoedens voor gronden voor afwijzing van het verzoek opgenomen. Ook gold op grond van lid 3 voor statutenwijzigingen en afgedwongen wijzigingen in samenstelling van vennootschapsleiding tot doorbraak van beschermingsconstructies een zwaardere toets. Het door de VvdE en de VEUO voorgestane private panel werd gereduceerd tot een panel van drie door de Ondernemingskamer te benoemen deskundigen die tot taak hadden de Ondernemingskamer te adviseren over de voornemens van de verzoeker (voorgesteld artikel 2:359g BW).

De algemene overwegingen in de Memorie van Toelichting van het Wetsvoorstel betwiste overnames, waarin de signatuur van Minister van Financiën Zalm afgaande op het gebruik van economische termen en tekstuele overeenkomsten met eerdere stukken van zijn hand duidelijk te herkennen valt, gaven een goed beeld van de kabinetsvisie op het mobiliseren van marktwerking in het ondernemingsrecht. Over het doel van de voorgestelde regeling overwoog de MvT als volgt: *“Voor goed functionerende markten en een meer dynamische ontwikkeling van de economie is het van groot belang de marktwerking te stimuleren en eventuele belemmeringen in regelgeving of bestaande praktijken zoveel mogelijk weg te nemen. Dit geldt ook voor de kapitaalmarkt. Het gebruik van beschermingsconstructies is een van de factoren die de werking van de kapitaalmarkt kan belemmeren. Dit kan schadelijke gevolgen hebben voor de financieringscondities van ondernemingen en de optimale allocatie van produktiemiddelen. Ook de overnamemarkt moet goed functioneren. Een overmaat aan beschermingsconstructies kan de dynamiek belemmeren doordat de ondernemingen de invloed van (bestuurs)onvriendelijke overnemers in deze situatie langdurig kunnen negeren. Het is niet wenselijk dat een overname die het economische belang van de doelwitvennootschap dient achterwege blijft vanwege juridische beschermingsmaatregelen. (...) De aandeelhoudersvergadering moet*

over voldoende invloed kunnen beschikken om het bestuur aan te sporen zijn taak optimaal te vervullen. Het blijvend in stelling brengen van beschermingsconstructies tegen vijandige overnames kan verhinderen dat aandeelhouders daadwerkelijke invloed kunnen uitoefenen op het beleid, met als gevolg dat de aandeelhouder, indien hij het niet eens is met het door het bestuur van de vennootschap gevoerde beleid, slechts de mogelijkheid rest om de aandelen te verkopen. Voorts kan dit potentiële beleggers die een actieve rol binnen de vennootschap voorstaan afschrikken, hetgeen uiteindelijk schadelijke gevolgen kan hebben voor het Nederlandse beleggingsklimaat. Door het gebruik van juridische beschermingsconstructies te beperken, zal de vennootschap en de met haar verbonden onderneming beter functioneren, omdat het bestuur meer dan voorheen rekening zal houden met de wensen die leven in de aandeelhoudersvergadering. Dit komt de marktwerking ten goede.”¹⁵⁰ Misschien nog illustratiever voor het nieuwe kabinetsbeleid dan bovenstaande passage is een uitspraak van Zalm in een interview uit 1996: “Het idee dat de aandeelhouder de eigenaar van een onderneming is, was wat weggezakt. De beweging is nu duidelijk de andere kant op.”¹⁵¹

Tegenover de afbraak van juridische beschermingsconstructies stelde de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames als alternatief een ‘economische’ beschermingsconstructie voor.¹⁵² Het kabinet was ervan overtuigd dat de beursvennootschappen als gevolg van het wetsvoorstel zelf een vorm van economische bescherming zouden gaan nastreven door de vorming van een beperkte groep vaste aandeelhouders. Volgens de Memorie van Toelichting zouden de (Nederlandse) pensioenfondsen hebben aangegeven zich als stabiele lange-termijn aandeelhouder van Nederlandse beursvennootschappen op te willen stellen op voorwaarde dat de ondernemingsstrategie van de betreffende beursvennootschap zou bijdragen aan de continuïteit van de vennootschap en belangen van de aandeelhouders.¹⁵³ De herkomst van deze toezegging was niet expliciet vermeld, maar het ligt voor de hand dat deze opmerking voortkwam uit de besprekingen die Zalm en Wijers in de periode 1995-1996 met verschillende vertegenwoordigers van bedrijfstakpensioenfondsen, ondernemingspensioenfondsen en het ABP hadden gevoerd in voorbereiding op het definitieve

150. Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames van 20 november 1997, *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nr 3, p. 2-3.

151. Aangehaald in Tamminga 2009, p. 79.

152. Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames van 20 november 1997, *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nr 3, p. 12-14.

153. *Ibid*, p. 12.

akkoord met de VvdE en de VEUO van februari 1996.¹⁵⁴ Op deze plaats dient men zich te bedenken dat de grote Nederlandse pensioenfondsen zoals het ABP op dat moment slechts nog een klein gedeelte van hun beheerd vermogen in aandelen hadden belegd, waarbij hun aandelenportefeuille bovendien geografisch was verspreid en dus niet tot slechts de Nederlandse markt was beperkt (zie hiervoor §3.4). Hier kwam bij dat het op dat moment ook redelijkerwijs te verwachten viel dat het proces van internationalisering van beleggingsportefeuilles vanwege voortschrijdende nadruk op diversificatie in portfoliomanagementtheorieën en de daardoor geïnspireerde richtlijnen voor beleggingsbeleid¹⁵⁵ en vanwege de verdere integratie van de Europese kapitaalmarkt via de EMU in de jaren erna nog verder zou doorzetten. Dat de Nederlandse pensioenfondsen voldoende omvangrijke aandelenbelangen in Nederlandse beursvennootschappen zouden nemen om de beoogde rol van kernaandeelhouder op zich te nemen, was dus niet vanzelfsprekend (zie ook §5.2 hierna).

Toch hechtte het kabinet kennelijk veel waarde aan de getoonde bereidheid vanuit de Nederlandse pensioenfondsen: *“Wij achten dit een logische en goede ontwikkeling. Een stabiele verhouding tussen aandeelhouders en onderneming is in beider belang. Institutionele beleggers hebben in beginsel lange-termijn verplichtingen en hebben behoefte aan lange-termijn beleggingen die aansluiten op die verplichtingen. Vennootschappen zijn gebaat bij een stabiel aandeelhouderschap. Dit biedt hen bescherming tegen toevallige meerderheden in de aandeelhoudersvergadering. Er treedt aldus een zekere verschuiving op van juridische naar economische bescherming. Bij economische bescherming is het niet meer het bestuur dat beslist over de bescherming en de verdeling van zeggenschap, maar de aandeelhouder. Een lange-termijn aandeelhouder zal niet koste wat kost zijn aandelen vasthouden. Hij kan zijn aandelen overdragen, bijvoorbeeld door in te gaan op een goed bod. Economische bescherming wordt dus niet tot elke prijs in stand gehouden. De markt doet daar zijn werk.”*¹⁵⁶ Met

154. Brief van de Minister van Financiën G. Zalm aan de Tweede Kamer van 28 februari 1996, *Kamerstukken II*, 1995/96, 24 400 IXB, nr. 22, p. 3 (“Om tot een evenwichtig wetsvoorstel te komen, hebben de betrokken ministers verschillende gesprekken gevoerd met de VEUO en de VvdE en zijn ook gesprekken gevoerd met de vakbeweging, de Vereniging van Effectenbezitters, de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen, de Vereniging van Bedrijfs-pensioenfondsen en het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds.”).

155. Zie hierover bijvoorbeeld het hoofdstuk over de eisen voor institutionele beleggers om te beleggen volgens de ‘prudent person’-maatstaf in het proefschrift van Maatman; R.H. Maatman, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder*, diss. Nijmegen 2004, Serie O&R nr. 27, Deventer: Kluwer 2004, p. 221-253. Voor een contemporaine bron, zie R.H. Maatman, ‘Normen voor behoorlijk beheer in relatie tot normen voor zorgvuldig beleggingsbeleid’, *De N.V.* 1997, p. 73-82.

156. Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames van 20 november 1997, *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nr 3, p. 12.

een dergelijk marktgeoriënteerd mechanisme van economische bescherming via de band van het aandeelhoudersbestand zou de Nederlandse praktijk ook meer in lijn met die in het buitenland worden gebracht. Ter onderbouwing hiervan bevatte de Memorie van Toelichting een beknopte tour d 'horizon van de situaties in Frankrijk, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Een grondige vergelijkende studie lijkt niet te zijn verricht: met name de uiteenzetting over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in de-Verenigde Staten was erg summier en kwam weinig verder dan de constatering dat dit onderwerp op het niveau van de staten was geregeld.¹⁵⁷ Aan de andere kant doet de expliciete verwijzing naar het Britse Cadbury Report uit 1992 (zie §3.5.4 hierna) vermoeden dat met het wetsvoorstel is beoogd om aansluiting te zoeken bij de Britse praktijk.

Bij nadere beschouwing valt op dat de beleidslijn ten aanzien van beschermingsconstructies zoals door het kabinet verwoord in de toelichting op het Wetsvoorstel betwiste overnames in feite kan worden veralgemeniseerd tot een coherent beeld over wat de zeggenschapsverhoudingen binnen Nederlandse beursvennootschappen zouden moeten zijn. De opmerking van Zalm dat de aandeelhouders eigenaar zijn van de onderneming kan in zekere zin als conceptueel vertrekpunt worden begrepen. De beoogde marktwerking op de kapitaalmarkt en op de overnamemarkt zou voor een proces zorgen om te bepalen wie de eigenaren van aandelen in een beursvennootschap zouden moeten zijn: hetzij beursaandeelhouders (en dan de vraag welke aandeelhouders precies), hetzij een overnemende partij. De toelichting op het wetsvoorstel ging echter nog verder. De stelling dat de aandeelhoudersvergadering over voldoende invloed moest kunnen beschikken om het bestuur aan te sporen zijn taak optimaal te vervullen maakt duidelijk dat het eigenaarschap van de aandeelhouder breder werd begrepen. In dezelfde richting wijst de kennelijk onbevredigende constatering dat een aandeelhouder die het niet eens zou zijn met het door het bestuur gevoerde beleid alleen maar de mogelijkheid had om zijn aandelen te verkopen. Tot slot zag het kabinet kennelijk een risico dat het afschrikken van *“potentiële beleggers die een actieve rol binnen de vennootschap voorstaan”* negatief op het beleggingsklimaat zou uitwerken. Het kabinet beoogde dus niet alleen een liberalisering van de markt voor aandelen in beursvennootschappen, maar zette in zekere mate ook in op een verdergaande disciplinerende van de vennootschapsleiding van beursvennootschappen door (actieve) aandeelhouders. Hierbij zag het kabinet met name een rol voor de Nederlandse pensioenfondsen weggelegd die zich als stabiele, maar ook actieve aandeelhouders zouden moeten gaan manifesteren. Ook hierachter ging een proces van marktwerking schuil:

157. Ibid, p. 13. Inmiddels is een grondige analyse beschikbaar in het proefschrift van Van Ginneken. Zie Van Ginneken 2010, p. 91-157.

HOOFDSTUK 3

beursondernemingen die onvoldoende rekening zouden houden met de wensen en belangen van hun kernaandeelhouders zouden als prooi aan de overname-markt worden overgeleverd. Aldus dienden bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen in de visie van het kabinet nadrukkelijker onderworpen te worden aan de tucht van de markt.

Voor de verdere invulling van het algemene kabinetsbeleid ten aanzien van zeggenschapsverhoudingen binnen beursondernemingen waren op dat moment geen aanknopingspunten in de wetgevingsprogramma's voorhanden. Het Wetsvoorstel betwiste overnames betrof in de uitwerking slechts een beperkt aantal artikelen in Boek 2 BW en de losse opmerking van Minister Zalm in de Nota beleid inzake staatsdeelnemingen over een mogelijke aanpassing van de structuurregeling met het oog op het versterken van de positie van aandeelhouders in structuurvennootschappen had (nog) geen vervolg gekregen in een concreet initiatief. In dezelfde periode liep wel een privaat traject in de vorm van een uitloper van de discussies tussen de VvdE en de VEUO. In het Beginselakkoord van mei 1995 waren beide verenigingen naast de uitgangspunten voor een compromis inzake beschermingsconstructies ook overeengekomen om een brede maatschappelijke discussie over corporate governance bij beursvennootschappen te initiëren met een 'code of best practice' over de invloed van aandeelhouders en de verhouding tussen aandeelhouders en de vennootschapsleiding. Hiertoe waren de VvdE en de VEUO voornemens om een gezamenlijke commissie van experts in te stellen die uiterlijk in juni 1996 de voorziene 'regeling' zou moeten publiceren.¹⁵⁸ In zijn reactie op het beginselakkoord gaf Minister Zalm aan dat hij de voorgenomen regeling met belangstelling zou afwachten.¹⁵⁹ Vooral nog was de sector zelf dus aan zet.

3.5.4 De Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters

Op 28 oktober 1996 presenteerde de Commissie Corporate Governance, naar haar voorzitter J.F.M. Peters (voormalig bestuursvoorzitter van Aegon N.V.) ook wel aangeduid als de Commissie Peters, haar concept-rapport *Corporate Governance in Nederland*.¹⁶⁰ De Commissie Peters was op 9 april 1996 ingesteld door de voorzitter van de VvdE. Dat de commissie pas elf maanden na het

158. Zie Buijs 1995a, p. 157.

159. Brief van Minister van Financiën G. Zalm aan de vaste commissie voor Financiën van 23 mei 1995, *Kamerstukken II*, 1994/95, 23 900 IXB, nr. 25 (bijlage), p. 7-8.

160. Commissie Corporate Governance, *Corporate Governance in Nederland*, concept-rapport van 28 oktober 1996, in verkorte vorm opgenomen in *De N.V.* 1996, p. 318-321. Het betreffende nummer van *De N.V.* was geheel aan het concept-rapport van de Commissie Peters gewijd. Zie onder meer de kritische bijdrage van C. de Koning, 'De voorstellen van de Commissie Peters: ferme vlag, milde lading?', *De N.V.* 1996, p. 305-309. Ook bepaald lezenswaardig is het interview met voormalig Elsevier-CEO P.J. Vinken. Zie P.M.L. Frentrop, 'Meer invloed

sluiten van het beginselakkoord is ingesteld (waardoor de oorspronkelijke deadline van 1 juni 1996 ook niet meer haalbaar was) doet vermoeden dat de VvdE en de VEUO het aanvankelijk niet eens konden worden over de samenstelling en taakopdracht van de commissie.¹⁶¹ De Commissie Peters rapporteerde niet formeel aan de VvdE en de VEUO. Wel vormde de samenstelling van de Commissie Peters een afspiegeling van de bij de discussie over corporate governance betrokken belangengroepen. Het secretariaat werd gevoerd vanuit de VvdE (na 1 januari 1997 vanuit Amsterdam Exchanges N.V., de nieuwe entiteit die per die datum de VvdE opvolgde als beurshouder van de Amsterdamse aandelen- en optiebeurzen) en de VvdE had tevens één afgevaardigde in de commissie. Van de overige partijen waren drie leden op voordracht van de VEUO benoemd en drie leden op voordracht van het ‘platform beleggers’. Laatstgenoemde beleggersafvaardiging bestond uit de voormalig directeur van de VEB, het hoofd aandelenbeleggingen van het ABP en een vertegenwoordiger van de ondernemingspensioenfondsen. Tot slot waren nog drie onafhankelijke deskundigen lid van de commissie. Ondanks de uiteenlopende belangen van betrokken partijen slaagde de Commissie Peters erin om in korte tijd met een gedegen en bovendien unaniem rapport te komen. Na een consultatieronde presenteerde de Commissie Peters op 25 juni 1997 haar – op punten gewijzigd – definitief rapport.¹⁶²

Ten tijde van de instelling van de Commissie Peters was de term ‘corporate governance’ nog niet bepaald ingeburgerd in het gangbaar politiek- en juridisch spraakgebruik. In juridische artikelen begon de term Corporate Governance – doorgaans eerbiedig met hoofdletters geschreven – pas rond 1995 school te maken. Te wijzen valt op de gelijknamige bijdrage van Raaijmakers in de lustrumbundel van het Nederlands genootschap voor

voor aandeelhouders? Waar staat dat?’, *De N.V.* 1996, p. 301-305. Voor een positieve bespreking, zie W.J.L. Calkoen, ‘De Commissie Corporate Governance ‘Peters’ zwenzelt discussie aan.’, *TVVS* 1995, p. 333-338 en L. Timmerman, ‘Zelfregulering in de sfeer van het vennootschapsrecht’, *De N.V.* 1997, p. 73.

161. Uit het feit dat de voorzitter van de VEUO niet bij de installatie van de Commissie Peters was betrokken werd in het redactioneel commentaar bij een themanummer in *De N.V.* afgeleid dat de Commissie Peters enkel van de VvdE uitging. In de aanbiedingsbrief van het rapport van de Commissie Peters werd evenwel gesteld dat de Commissie was ingesteld als uitvloeisel van het beginselakkoord. Zie H.J.M.N. Honée et al. (reds), ‘Themanummer Corporate Governance in Nederland: ter inleiding’, *De N.V.* 1996, p. 295.

162. Commissie Corporate Governance, *Corporate Governance in Nederland: de Veertig Aanbevelingen*, 25 juni 1997, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>. Zie voor een vergelijking tussen het concept-rapport van oktober 1996 en het definitieve rapport van juni 1997 C. de Koning, ‘Peters revisited: een vergelijking tussen de tussen- en eindrapportage van de Commissie Peters over Corporate Governance’, *De N.V.* 1997, p. 276-278. Over dit definitieve rapport voorts D.C. Buijs, ‘Corporate Governance in Nederland: de niet uitgesproken aanbevelingen van de Commissie Peters’, *TVVS* 1997, p. 299-303.

bedrijfsjuristen¹⁶³ en het gelijknamige themanummer van *De N.V.* van december 1995. Het redactioneel voorwoord bij dit laatstgenoemde nummer gaf de onbepaaldheid van het begrip corporate governance treffend weer: *“Deze aflevering staat in het teken van Corporate Governance. Deze term, hoe weinig omljnd ook, heeft zich in korte tijd ingeburgerd, niet alleen in Nederland maar ook in de ons omringende landen. Dat stelt gerust, omdat hieruit blijkt dat wij niet alleen staan in ons onvermogen de term adequaat in de eigen taal weer te geven. Het zij zo, zolang wij maar bij benadering weten waarover wij het hebben.”*¹⁶⁴ De toenmalige CEO van Unilever, M. Tabaksblat, had in zijn lezing ‘Corporate governance in internationaal perspectief’ tijdens de door de VEB georganiseerde Dag van het Aandeel in november 1995 al een vergelijkbaar geluid laten horen: *“Het gehoor van een lezing mag over het algemeen van de spreker verwachten dat de titel van zijn voordracht voldoende duidelijk maakt waarover het zal gaan. Ik vrees dat de titel van mijn verhaal niet meteen aan deze verwachting beantwoordt. Uit kranten, geleerde stukken en cursussen krijg ik de indruk dat de term ‘corporate governance’ goed in het gehoor ligt, een zekere sjiek heeft, zonder dat echter duidelijk is wat de term precies inhoudt. Veelzeggend is dat wij er geen goed Nederlands equivalent voor hebben.”*¹⁶⁵ Ook in de politiek duurde het tot 1995 voordat de term corporate governance voor het eerst werd gebruikt.¹⁶⁶ Recent is de wereldwijde herkomst van het begrip corporate governance door Cheffins onderzocht. Hij concludeerde dat het begrip in de jaren ’70 in de Verenigde Staten voor het eerst is gebruikt en dat de term pas begin jaren ’90 naar het Verenigd Koninkrijk is overgewaaid.¹⁶⁷

Het rapport zelf bevatte een lijst van veertig aanbevelingen voor corporate governance bij Nederlandse beursvennootschappen. In het bijzonder ging het daarbij om aanbevelingen over de inrichting, samenstelling en het functioneren

163. M.J.G.C. Raaijmakers ‘Corporate Governance’ in M.J.G.C. Raaijmakers, R. van Rooij & A.S.M. Tervoort (reds.), *Ondernemingsrecht in internationaal perspectief*, Lustrumbundel NGB, Deventer: Kluwer 1995, p. 179-205.

164. H.J.M.N. Honée et al. (reds.), ‘Themanummer Corporate Governance: voorwoord’, *De N.V.* 1995, p. 241.

165. M. Tabaksblat, ‘Corporate Governance in internationaal perspectief’, lezing gehouden tijdens de Dag van de Aandeel op 24 november 1995, *De N.V.* 1995, p. 242.

166. Het betrof een vraag van de PvdA-kamerleden Witteveen-Hevinga en Van der Ploeg aan Minister van Financiën Zalm naar aanleiding van een artikel van econoom A.W.A. Boot in de NRC over beschermingsconstructies. Zowel de vraagstellers als Zalm spraken hierbij over het Nederlandse systeem van ‘corporate governance’. Hierbij dient te worden opgemerkt dat zowel Zalm als ook Van der Ploeg econoom waren. Zie *Handelingen II*, 1995/96, Aanhangsel 324, p. 659.

167. B.R. Cheffins, ‘The History of Corporate Governance’, ECGI Law Working Paper no. 184/2012, januari 2012, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

van de RvC. Een ander wezenlijk deel van de aanbevelingen zag op de verhouding tussen de beursvennootschap en haar aandeelhouders (kapitaalverschaffers). Met de veertig aanbevelingen had de Commissie Peters zich blijkens de aanbiedingsbrief bij het definitieve rapport gericht op “*die aspecten van Corporate Governance die het samenspel van en het evenwicht tussen toezicht, leiding en kapitaalverschaffers binnen de vennootschap bepalen.*”¹⁶⁸ Hoewel dit niet met zoveel woorden in het rapport is vermeld, had de Commissie Peters zich kennelijk in belangrijke mate laten inspireren door het in 1992 in het Verenigd Koninkrijk verschenen rapport *The Financial Aspects of Corporate Governance* van het Cadbury Committee (zie §7.3 hierna).¹⁶⁹ In lijn met de systematiek van de Cadbury Code beoogde de Commissie Peters met haar veertig aanbevelingen een set van ‘best practices’ te formuleren die de beursondernemingen bij wijze van zelfregulering zouden dienen te implementeren.

Voor de afdwingbaarheid van de naleving van de aanbevelingen voorzag de Commissie Peters in een marktgeoriënteerd systeem van handhaving. Op grond van aanbeveling 34 zouden beursvennootschappen de hoofdlijnen van hun corporate governance-beleid in hun jaarverslag uiteen moeten zetten, inclusief een gemotiveerde vermelding over de vraag in hoeverre de aanbevelingen waren opgevolgd. Blijkens de toelichting stond de Commissie Peters hierbij een per specifieke aanbeveling gemotiveerde afwijking voor ogen.¹⁷⁰ Zij verwachtte dat op basis van deze verslaggeving vanaf het boekjaar 1998 bij beursvennootschappen discussies zouden plaatsvinden binnen de RvC en de AVA. Als extra stok achter de deur werd voorts voorgesteld om in 1999 een eenmalige monitoring te laten verrichten naar de nakoming van de aanbevelingen van de Commissie Peters door alle Nederlandse beursvennootschappen (aanbeveling 39). De verwachting van de Commissie Peters was dat deze voorgestelde combinatie van verslaggeving, discussie en monitoring ook daadwerkelijk veranderingen (dat wil zeggen verbeteringen) in de governance van beursondernemingen teweeg zou brengen. Zij stelde hierover het volgende: “*De implementatie*

168. Commissie Peters 1997, p. 3.

169. Rapport van de Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Code) van 1 december 1992, London: Gee & Co. 1992, te raadplegen via <<http://www.ecgi.org>>. De Cadbury Code is in Nederland indertijd besproken door P.N.J van Welzen, ‘Het Cadbury Rapport van nieuwe “balance of power” voor Engelse beursvennootschappen’, *De N.V.* 1993, p. 7-12 en uitgebreid door W.J.L. Calkoen, ‘Cadbury Report: begin van nieuwe normen voor Engelse Boardrooms’, *TVVS* 1994, p. 261-265.

170. Commissie Peters 1997, p. 4 (“*De voorgestelde rapportage inzake de navolging van de aanbevelingen scheidt helderheid. De rapportage behoeft geen stigmatiserende werking te hebben, mits de vennootschappen die tot niet-navolging van sommige aanbevelingen besluiten dit wel goed gemotiveerd doen en daarover duidelijke uitleg verschaffen aan de kapitaalverschaffers en andere belanghebbenden.*”)

HOOFDSTUK 3

van de aanbevelingen bij vennootschappen is een publiek proces, waarbij de verwachtingen van de buitenwereld hooggespannen zullen zijn. Totdat het tegendeel bewezen is, gaat de Commissie ervan uit dat alle relevante betrokkenen loyaal zullen werken aan een passende implementatie binnen de desbetreffende vennootschap. De Commissie meent dan ook dat zij een goede aanpak heeft gekozen. Eén die naar haar mening in het geheel niet vrijblijvend is en meer wijzigingen zal oproepen dan op het eerste gezicht het geval lijkt. Dit zal naar verwachting het gevolg zijn van de discussie die het rapport heeft opgewekt en de veel positieve reacties die het heeft ontvangen.”¹⁷¹

Deze optimistische verwachting ten spijt lijkt politieke druk de belangrijkste factor te zijn geweest bij de aanzet tot naleving. Een maand na het verschijnen van het definitieve rapport van de Commissie Peters had Minister van Financiën Zalm in een kranteninterview reeds gedreigd met wettelijke maatregelen als een zichtbaar resultaat in naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters zou uitblijven.¹⁷² Ook oud-Minister van Financiën Ruding, inmiddels bestuurder bij Citibank, sprak kort na de verschijning van het rapport de hoop uit dat al in 1998 zou blijken dat de Nederlandse beursvennootschappen de aanbevelingen zouden hebben uitgevoerd, waarbij hij ook het dreigement van Zalm met kennelijke instemming aanhaalde.¹⁷³ Zalm had in 1996 met het forceren van een akkoord met de VEUO en de VvdE over een wettelijke regeling van beschermingsconstructies al aangetoond niet voor de uitvoering van dergelijke dreigementen terug te deinzen. De sector stond dus onder grote druk om op de zeer korte termijn met resultaten te komen.

Over de positie van aandeelhouders bevatten de aanbevelingen van de Commissie Peters en de toelichting daarop in het rapport een aantal opmerkelijke punten ten aanzien van het tot dan toe bestaande juridisch en feitelijk kader. Als algemeen uitgangspunt werd gesteld dat het bestuur en de RvC het vertrouwen van de AVA dienden te hebben (aanbeveling 28). De Commissie Peters zag dan ook geen directe noodzaak om met wetgeving in te grijpen in het onder het structuurregime geldende systeem van coöptatie bij benoeming van leden van de

171. Ibid, p. 4.

172. Interview G. Zalm in de NRC, 24 juli 1997, aangehaald in Buijs 1997, p. 300 en noot 5.

173. H.O.C.R. Ruding, ‘De Commissie-Peters vanuit internationale hoek gezien’, *TVVS* 1997, p. 295: “Mocht dat laatste [vrijwillige naleving van de aanbevelingen] niet het geval blijken te zijn, dan rijst de vraag of de Nederlandse overheid deze vrijwillige gedragscode van het bedrijfsleven niet moet versterken met wettelijke maatregelen. Minister van Financiën Zalm heeft – net als bij de beschermingsconstructies enige jaren geleden – daarmee al gedreigd.” en p. 298: “Bijna alle veertig aanbevelingen van de Commissie verdienen naar mijn mening steun. Ik hoop dat in 1998 blijkt dat de Nederlandse beursvennootschappen deze aanbevelingen hebben uitgevoerd.”

RvC en de benoeming van het bestuur door de RvC indien en voor zover dit vertrouwensvereiste ten aanzien van de aandeelhouders ook in het benoemingsbeleid van bestuurders en commissarissen zou worden verdisconteerd.¹⁷⁴ Over deze vertrouwensrelatie benadrukte de Commissie Peters voorts het belang van de aandeelhoudersvergadering als het forum waar bestuur en de RvC verantwoording dienden af te leggen over het door hen gevoerde beleid (aanbeveling 27). Voor het functioneren van de AVA – in deze zin begrepen als de fysieke aandeelhoudersvergadering – deed de Commissie Peters twee concrete voorstellen om de opkomst en participatie van aandeelhouders en de kwaliteit van de beraadslaging en besluitvorming in de vergadering te verbeteren. In de eerste plaats zou naar Amerikaans voorbeeld een systeem van ‘proxy solicitation’ het voor aandeelhouders mogelijk moeten maken om voorafgaand aan een fysieke AVA met andere aandeelhouders in contact te treden voor discussie over de op de AVA geagendeerde onderwerpen dan wel voor het werven van stemmen in verband daarmee (aanbeveling 32).¹⁷⁵ Daarnaast betrof aanbeveling 30 de mogelijkheid voor houders van tenminste 1% van de aandelen of een pakket aandelen met een beurswaarde van tenminste NLG 500.000 om tenminste dertig dagen vooraf de opname van een of meer punten op de agenda van een komende AVA te verzoeken, waarbij de vennootschapsleiding gehouden zou zijn om tot agendering over te gaan tenzij naar haar mening zwaarwichtige belangen van de vennootschap zich tegen agendering zouden verzetten.¹⁷⁶ In de toelichting op de aanbevelingen gaf de Commissie Peters aan dat deze agenderingsmogelijkheid voor aandeelhouders van belang was “*in het kader van de gewenste dialoog en de gevraagde verantwoording*”.¹⁷⁷ De door de Commissie Peters aanbevolen concrete maatregelen behelsden niet zozeer een wijziging in de juridische positie van aandeelhouders – dat wil zeggen een verruiming van hun formele bevoegdheden – maar eerder feitelijke aanpassingen waarmee aandeelhouders in staat zouden worden gesteld om beter van hun bevoegdheden gebruik te kunnen maken.

174. Commissie Peters 1997, p. 23.

175. Zie ook de toelichting, Commissie Peters 1997, p. 29. Over het onderwerp proxy solicitation naar aanleiding van deze aanbeveling, zie uitgebreid M.J. van Ginneken, ‘Proxy solicitation voor en door aandeelhouders’, *De N.V.* 1998, p. 134-141.

176. Het concept-rapport van de Commissie Peters van oktober 1996 bevatte voor deze aanbeveling nog geen ontvankelijkheidsvereisten of weigeringsgronden (“*Verzoeken van kapitaalverschaffers tot agendering op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders worden in beginsel gehonoreerd.*”). Op basis van de consultatieronde werden in de definitieve tekst alsnog de in de hoofdtekst beschreven kwantitatieve ontvankelijkheidscriteria (aandelenbelang, termijn) en inhoudelijke weigeringsgrond (zwaarwichtig belang) opgenomen.

177. Commissie Peters 1997, p. 28.

HOOFDSTUK 3

Naast de hierboven beschreven praktische aanbevelingen wilde de Commissie Peters ook een aanzet geven tot een meer fundamentele herbezinning op de positie van aandeelhouders. Zo werden vennootschapsleidingen en aandeelhouders van individuele beursvennootschappen aangespoord om op basis van het beginsel dat financierings- en zeggenschapsfuncties in elkaar verlengde dienden te liggen te komen tot een “*herwaardering van de factor kapitaal*” (aanbeveling 26). Het ging hierbij met name om de gekozen zeggenschapsstructuur, waarbij volgens de Commissie Peters een evenredigheid tussen kapitaal-inbreng en zeggenschap (het ‘*one share, one vote*’ principe) als algemeen beginsel diende te gelden.¹⁷⁸ Ook werd van vennootschapsleidingen verwacht dat zij voor hun betreffende beursvennootschap een inventarisatie zouden maken van de invloed van hun aandeelhouders en dat zij als een verruiming van de invloed van aandeelhouders wenselijk zou worden geacht hiertoe concrete maatregelen zouden voorstellen. Deze inventarisatie en eventueel op basis daarvan voorgestelde maatregelen zouden in het boekjaar 1998 aan de AVA ter bespreking gepresenteerd moeten worden (aanbeveling 29). Voor de laatstgenoemde inventarisatie had de Commissie Peters in haar rapport bepaalde uitgangspunten geformuleerd. Deze uitgangspunten komen neer op de meest opmerkelijke wending van de uitgangspunten van het klassieke ondernemingsrecht (zie hierna). De Commissie Peters zou hiermee een normatieve basis leggen voor de verdere ontwikkeling van ideeën over corporate governance als opmaat naar de ontwikkeling van het moderne ondernemingsrecht voor beursvennootschappen.

De Commissie Peters stelde als algemeen uitgangspunt voorop dat de kapitaalverschaffers (hier begrepen als verschaffers van risicodragend vermogen, derhalve aandeelhouders en certificaathouders) serieuze invloed binnen de vennootschap moesten kunnen uitoefenen. Zij overwoog: “*De ondernemingsleiding mag niet langdurig algemeen onder de verschaffers van het kapitaal van de vennootschap levende opvattingen negeren ten aanzien van onderwerpen die haar aangaan.*”¹⁷⁹ De formulering ‘langdurig negeren’ is rechtstreeks te herleiden tot de in 1992 door de toenmalig Minister van Financiën Kok geformuleerde uitgangspunten voor beschermingsconstructies (“*Indien de machtsverhoudingen in de algemene vergadering van aandeelhouders belangrijk zijn gewijzigd is het in zijn algemeenheid evenwel ongewenst dat de ondernemingsleiding dit feit langdurig negeert.*”).¹⁸⁰ Een cruciaal verschil tussen beide

178. Ibid, p. 22.

179. Ibid, p. 23.

180. Notitie inzake beschermingsconstructies van 1 februari 1991, *Kamerstukken II*, 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 6. Zie ook hiervoor §3.2.

uitgangspunten is dat het langdurig negeren in de context van beschermingsconstructies zag op de aanwezigheid van een nieuwe meerderheidsaandeelhouder (als gevolg van een ongeïnviteerde overname), terwijl het uitgangspunt van de Commissie Peters ogenschijnlijk een bredere strekking had, namelijk inhoudelijke opvattingen van zittende aandeelhouders. Hiermee was evenwel niet gezegd dat de vennootschapsleiding gehouden was om de opvattingen van alle individuele aandeelhouders te volgen: de formulering ‘algemeen levende opvattingen’ gaf aan dat het in ieder geval om een breed gedragen sentiment onder de aandeelhouders zou moeten gaan.

Een tweede opmerkelijke stellingname van de Commissie Peters betrof de vraag wat nu precies de onderwerpen waren die de kapitaalverschaffers aangingen. Bij de hierboven beschreven inventarisatie van de positie van aandeelhouders had de Commissie zeven onderwerpen (‘toetspunten’) geïdentificeerd waarop kapitaalverschaffers naar haar oordeel invloed zouden moeten kunnen uitoefenen.¹⁸¹ Een aantal van deze onderwerpen was weinig controversieel, zoals statutenwijzigingen en vaststelling van de jaarrekening. Andere onderwerpen, zoals de omvang en samenstelling van het aandelenkapitaal (inclusief beslissingen over certificering van aandelen) en het dividendbeleid, lagen in de praktijk op dat moment wellicht wat gevoelig, maar sloten conceptueel gezien aan bij de juridische en economische positie van de aandeelhouder als kapitaalverschaffer. De Commissie Peters benoemde tot slot ook twee ‘inhoudelijke’ onderwerpen waarop aandeelhouders invloed zouden moeten kunnen hebben. De eerste was “*Het strategisch beleid van de vennootschap, zoals ten aanzien van groeiperspectief, bedrijfstakken waarin zij actief is, het risicoprofiel [en] het nagestreefde winstniveau.*”, de tweede “*majeure wijzigingen in de aard en de omvang van de onderneming.*”¹⁸² Hiermee sloeg de Commissie Peters een duidelijke normatieve piketpaal voor de verhouding tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders. Wel stelde zij impliciet dat de nadruk bij het betrekken van aandeelhouders voor deze twee onderwerpen zou moeten liggen op het verstrekken van informatie, niet zozeer op het daadwerkelijk kunnen uitoefenen van invloed.¹⁸³

De door de Commissie Peters geformuleerde uitgangspunten over de invloed op het strategisch beleid en majeure wijzigingen in aard en omvang van de onderneming waren indertijd niet opgenomen in het beginselakkoord tussen

181. Ibid, p. 25.

182. Ibid.

183. Het rapport van de Commissie Peters stipuleerde dat de nadruk bij de onderwerpen 3 tot en met 6 – dat wil zeggen alle onderwerpen behalve de strategie en majeure wijzigingen – lag op het kunnen uitoefenen van invloed. Dit werd door Buijs zo uitgelegd dat de nadruk bij het de andere onderwerpen lag op de aan aandeelhouders over deze onderwerpen te verstrekken informatie. Zie Buijs 1997, p. 302. Uit de tekst van het rapport zelf wordt dit niet voorshands duidelijk.

HOOFDSTUK 3

de VvdE en de VEUO en dus nieuw voor de betrokken partijen. Toch waren deze uitgangspunten uiteraard niet in het luchtledige ontstaan. De stelling dat de invloedssfeer van de aandeelhouders zich in zekere mate tot het strategisch beleid van de vennootschap zou moeten uitstrekken kan worden herleid tot de gesprekken die de Nederlandse pensioenfondsen eerder met het Ministerie van Financiën hadden gevoerd over het vervullen van hun rol als kernaandehouder in Nederlandse beursvennootschappen. In deze gesprekken hadden vertegenwoordigers van de pensioenfondsen aangegeven dat zij bereid waren om op te treden als stabiele aandeelhouder op voorwaarde dat de ondernemingsstrategie van de betreffende beursvennootschap zou bijdragen aan de continuïteit van de vennootschap en belangen van de aandeelhouders.¹⁸⁴ Vanuit het perspectief van de pensioenfondsen lag een zekere invloed op de ondernemingsstrategie in een logisch verlengde van deze voorwaarde. Gelet op de vertegenwoordiging in het ‘platform beleggers’ binnen de Commissie Peters vanuit de pensioenfondsen is het niet verwonderlijk dat dit standpunt ook in het rapport van de Commissie Peters doorwerkte. Ook waren de standpunten van de Commissie Peters mede gebaseerd op, althans in zekere mate beïnvloed door, nieuwe inzichten in de economische wetenschap (zie hoofdstuk 4 hierna). Op deze plaats kan reeds worden gewezen op het werk van de Tilburgse econoom Moerland, zelf lid van de Commissie Peters, over disciplineringsmechanismen.¹⁸⁵

Vanuit de praktijk waren deze opvattingen bepaald niet onomstreden, met name vanuit het perspectief van bestuurders van beursondernemingen. Illustratief zijn de opmerkingen van Unilever-CEO Tabaksblat tijdens een door de Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen (thans Eumedion) georganiseerd symposium over corporate governance in november 1998: *“Ik weet niet precies wat de commissie voor ogen stond toen ze dit schreef, maar als de ondernemingsstrategie op een achternamiddag in de aandeelhoudersvergadering bepaald moet worden is er iets goed mis. De bepaling van de strategie van de onderneming moet worden overgelaten aan de ondernemingsleiding. Daarvoor is deze aangesteld en beschikt zij, althans behoort zij te beschikken, over de kennis en de ervaring om verantwoorde strategische beslissingen te nemen en de gevolgen daarvan te overzien. Aandeelhouders ontberen noodzakelijkerwijs het daartoe vereiste inzicht. Wel zal de ondernemingsleiding de aandeelhouders zorgvuldig en accuraat moeten informeren over het ontwikkelde strategisch beleid en de daarmee verbonden kansen en risico’s. De discussie in*

184. Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames van 20 november 1997, *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nr 3, p. 12.

185. Zie bijvoorbeeld P.W. Moerland, ‘Corporate Governance en marktwerking’, *De N.V.* 1995, p. 247-251.

de aandeelhoudersvergadering tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding moet derhalve gaan over de vraag of de aandeelhouders voldoende zijn geïnformeerd over het gevoerde beleid en de gekozen strategie. Aandeelhouders kunnen bestuur en toezichthouders daarover ter verantwoording roepen. Indien zij het niet eens zijn met de leiding, met haar plannen, met de door haar voorgestelde koerswijziging, dan kunnen de aandeelhouders weigeren decharge te verlenen of de jaarstukken goedkeuring onthouden, of in sommige ondernemingen zelfs de leiding naar huis sturen.”¹⁸⁶

Dat de praktijk weerbarstiger bleek dan de door de Commissie Peters uitgesproken verwachting dat haar aanbevelingen tot vele wijzigingen in de governance en het beleid van beursondernemingen zouden leiden, bleek bij de in navolging van aanbeveling 39 ingestelde monitoring van de naleving van de aanbevelingen in het boekjaar 1997. Vanwege de hoge politieke druk was de oorspronkelijk voor het boekjaar 1998 geplande eenmalige monitoring met een jaar vervroegd. Een gezamenlijk door Amsterdam Exchanges N.V. (AEX) en de VEUO ingestelde ‘Monitoring Commissie’ – wederom onder voorzitterschap van Peters – schreef in januari 1998 alle Nederlandse beursvennootschappen aan met het verzoek om reeds in het jaarverslag over 1997 aandacht te besteden aan de naleving van de veertig aanbevelingen. 159 van de 208 Nederlandse beursvennootschappen gaven hieraan gehoor. Op basis van deze jaarverslagen en op basis van bezoeken aan de AVA’s van de betreffende beursvennootschappen stelde een onderzoeksgroep van Tilburgse economen een verslag over de naleving op dat in december 1998 door de Monitoring Commissie werd gepubliceerd.¹⁸⁷ Wat betreft de aanbevelingen die betrekking hadden op de positie van aandeelhouders waren de resultaten gemengd. De Monitoring Commissie kon melding maken van twaalf beursvennootschappen waarbij de zeggenschap van aandeelhouders was versterkt (voornamelijk bij kleinere beursvennootschappen), maar constateerde tegelijkertijd dat bij 56 beursvennootschappen nog steeds de aandelen waren gecertificeerd.¹⁸⁸ Ook de door de Commissie Peters beoogde fundamentele herbezinning op de rol en invloed van aandeelhouders had tot weinig waarneembare veranderingen geleid. Blijkens de

186. M. Tabaksblat, ‘Corporate governance, een ondernemersvisie’, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 44.

187. Monitoring Commissie Corporate Governance, *Bericht van de Monitoring Commissie Corporate Governance en de uitkomsten van het onderzoek verricht door het Economisch Instituut Tilburg (EIT), verbonden aan de Katholieke Universiteit Brabant*, Deventer: Kluwer 1998. Saillant detail is dat in het voorwoord van het rapport van de Monitoring Commissie melding werd gemaakt van de instelling van een leerstoel ‘Corporate Governance’ aan de economische faculteit van de KUB. Op de betreffende leerstoel werd in 1999 de Tilburgse hoogleraar en lid van de oorspronkelijke Commissie Peters Moerland benoemd.

188. Monitoring Commissie Peters 1998, p. 22-23.

HOOFDSTUK 3

rapportage van de Monitoring Commissie groef de vennootschapsleiding van een beursvennootschap zich doorgaans in, stellend dat aandeelhouders ten aanzien van de door de Commissie Peters genoemde toetspunten reeds voldoende invloed konden uitoefenen, terwijl de gewone aandeelhouders zelf zich in grote mate bij die status quo neer leken te leggen.¹⁸⁹ De Monitoring Commissie concludeerde zelf dan ook: “*Ten aanzien van de ‘herwaardering van de factor kapitaal valt nauwelijks beweging waar te nemen.*”¹⁹⁰ Tot een revolutie in de verhouding tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders hadden de aanbevelingen van de Commissie Peters dus niet geleid.

3.6 Ontwikkeling in de wetenschap

3.6.1 *Eerste aanzetten uit de ondernemingsrechtspraktijk*

Zoals reeds in §3.1 opgemerkt, was de kern van dit klassieke ondernemingsrecht wat betreft de verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders in grote lijnen sinds de invoering van de structuurregeling in 1971 tot aan de eeuwwisseling ongewijzigd gebleven. Dit wil uiteraard niet zeggen dat er in deze periode geen discussie over dit onderwerp is geweest. Zo stelde Uniken Venema in een artikel uit 1974 al dat nader onderzoek naar een mogelijke herziening van de positie van aandeelhouders in structuurvennootschappen gewenst was.¹⁹¹ Terugkijkend kan echter worden vastgesteld dat dergelijke pleidooien voor een herbezinning op de juridische positie van aandeelhouders gedurende de jaren '70 en '80 weinig weerklank vonden in de rechtswetenschap. Ook over andere relevante leerstukken, zoals de ontwikkeling van het concept van het vennootschappelijk belang, waren er in deze periode weliswaar in de details ontwikkelingen in de wetenschap zichtbaar, maar bleven de grote lijnen ongewijzigd.¹⁹² De ondernemingsrechtswetenschap bevond zich gedurende deze periode in een ander paradigma: de aandacht ging hoofdzakelijk uit naar zaken

189. Ibid, p. 23.

190. Ibid, p. 17.

191. C.Ae. Uniken Venema, ‘Tien jaren na het ‘Rapport Verdam’: vernieuwing en verdere vernieuwing’, *De N.V.* 1974, p. 171-178, in het bijzonder p. 177-178.

192. Zie bijvoorbeeld Mendel 1989, waarin in feite nog altijd wordt voortgebouwd op de verschillende ‘leren’ zoals in de jaren '60 uiteengezet door Van der Grinten en Maeijer. Zie voorts J.M.M. Maeijer, *25 jaren belangenconflict in de naamloze vennootschap*, rede Nijmegen, Deventer: Kluwer 1989 (reprise van Maeijer 1964).

zoals het jaarrekeningenrecht, de inrichting van systemen van werknemersparticipatie,¹⁹³ en later de verschillende misbruikwetten.¹⁹⁴ Voor beschouwingen over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen was weinig aandacht.

Eind jaren '80, begin jaren '90 kwam hierin langzaam verandering. Schrijvers als Honée,¹⁹⁵ Van den Hoek,¹⁹⁶ Slagter,¹⁹⁷ en Den Boogert¹⁹⁸ spraken nadrukkelijk hun twijfels uit over de status quo wat betreft de positie van aandeelhouders in met beschermingsconstructies omhangen structuurvennootschappen. Illustratief is de volgende opmerking van Honée in een artikel uit 1991: *“Een kanttekening past verder bij de stelling dat beschermingsmaatregelen er ook toe dienen te verhinderen dat het deelbelang van de kapitaalverschaffers zonder meer de overhand krijgt. De institutionele opvatting over het wezen van de kapitaalvennootschap heeft de Nederlandse geesten wat huiverig gemaakt voor het deelbelang van de kapitaalverschaffers. Op zichzelf is het echter in het geheel niet verwerpelijk dat het deelbelang van de kapitaalverschaffers in redelijke afweging tot andere betrokken belangen de overhand krijgt. Bij een groot aantal vennootschappen, zo niet de meerderheid, is dat ook nu het geval, alleen: wij praten er niet zo makkelijk over.”*¹⁹⁹ Met deze opmerking over de invulling van het vennootschappelijk belang raakte Honée aan het fundament van de institutionele visie op de N.V. uit het klassieke ondernemingsrecht dat reeds sinds de jaren '60 door zijn promotor Maeijer tot heersende leer was verheven. Enkele jaren later zou Honée dit thema in zijn Rotterdamse oratie verder uitwerken.²⁰⁰ In zijn oratie nam Honée uitdrukkelijk afstand van de uitleg die Maeijer in zijn

-
193. Voor een overzicht van de zogeheten ‘tweede golf’ aan vennootschapsrechtwetgeving, zie Timmerman 1983.
194. Hierover kort Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nrs. 453 (Derde Misbruikwet) en 474 (Tweede Misbruikwet) .
195. H.J.M.N. Honée, ‘Beschermingsconstructies: Brusselse ondoordachtheid, Hollandse halsstarrigheid’, *De N.V.* 1991, p. 151-156 (lezing Van der Grintenkring Nijmegen, 18 maart 1991), opgenomen in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 69-81.
196. P.C. van den Hoek, ‘De toekomst van de structuurregeling’, *TVVS* 1992, p. 275-280.
197. W.J. Slagter, ‘De structuurregeling op de helling?’, in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 21-26.
198. M.W. den Boogert, ‘Het wetsvoorstel beschermingsconstructies’, in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 43-58.
199. Honée 1991a, p. 78.
200. H.J.M.N. Honée, ‘Commissarissen, gezanten uit niemandsland?’, oratie Rotterdam 1996, opgenomen in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 83-101.

HOOFDSTUK 3

oratie uit 1964 aan het *Doetinchemse Ijzergieterij*-arrest van de Hoge Raad had gegeven en stelde hij dat de “*sacrale formule*” over het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming niet voldeed als verantwoordingsnorm.²⁰¹ Honée besloot zijn oratie met de inmiddels bekend geworden zin: “[M]et de wettelijke norm van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, krijgen commissarissen een blanco geloofsbrief mee, die zij naar bevind van zaken zelf van een tekst kunnen voorzien. Daargelaten het land van de Markies van Carabas, worden blanco geloofsbrieven alleen afgegeven in Niemandland.”²⁰²

Globaal gezien voltrok zich in de ondernemingsrechtelijke wetenschap in de jaren '90 in zekere mate een paradigmawisseling. Hierbij verwijderde een deel van de beroepsgroep zich gaandeweg van het paradigma van het klassieke ondernemingsrecht voor beursvennootschappen met een beknotte positie voor aandeelhouders en een beperkte invloed vanuit de kapitaalmarkt en ontstonden bewegingen om te komen tot een modern ondernemingsrecht. Het is belangrijk om te benadrukken dat de betrokkenen vanuit de wetenschap geen vorm van aandeelhoudersrevolutie nastreefden, maar eerder een nieuw evenwicht in zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap dat recht zou doen aan de positie en belangen van alle betrokkenen in het licht van de veranderde maatschappelijke, economische en technologische omstandigheden. Achter deze bewegingen school ook een flinke dosis optimisme en een sterk positief toekomstbeeld. In algemene zin verwoordde Timmerman zijn verwachting ten aanzien van het ‘nieuwe’ ondernemingsrecht op de grens van het nieuwe millennium als volgt: “[I]k zie een vennootschapsrecht ontstaan dat vooral facilitair is en niet sterk regulerend. Het zal bescheiden, licht en afgeslankt zijn en daardoor ook vitaler en bewegelijker. Nationaal vennootschapsrecht zal zo iets als een product, een dienst van de desbetreffende staat zijn die zijn nut voor ondernemingen op een internationale markt voor vennootschapsystemen zal dienen te bewijzen. Het wordt trivialeer dan het lange tijd is geweest. Ik bedoel hiermee te zeggen dat het minder diep in de structuur van de samenleving zal ingrijpen dan met het oude vennootschapsrecht het geval was. Als gevolg van al deze ontwikkelingen zal het vrijer zijn. Ik verwacht dat we naar de vrije geest van de vennootschapswetgeving van 1928 zullen terugkeren. We kwamen aan het begin van deze eeuw van vrijheid en gaan weer terug naar vrijheid. De jaren zeventig en tachtig met het vele dwingende vennootschapsrecht zullen een korte aberratie blijken te zijn.”²⁰³ Het sterke maatschappelijke sentiment van geloof in de vooruitgang dat in de jaren '90 in Nederland leefde had dus ook in kringen van ondernemingsrechtswetenschappers de nodige sporen nagelaten.

201. Honée 1996, p. 95-101.

202. Ibid, p. 101.

203. L.Timmerman, ‘De zere plek van het Nederlandse en Europese vennootschaps- en effectenrecht’, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 423.

Wat de herbezinning binnen de wetenschap op de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen betreft valt er geen eenduidige oorzaak aan te wijzen. Zo lijken de déconfitures van achtereenvolgens het OGEM-concern en DAF, waarbij in beide gevallen sprake zou zijn geweest van gebrekkig toezicht op het bestuur vanuit de RvC, een aanleiding te zijn geweest voor het ter discussie stellen van het stelsel van benoemings- en voordrachtsrechten ter zake van het bestuur en de RvC van structuurvennootschappen,²⁰⁴ maar het is niet duidelijk of dit de directe aanleiding is geweest of een versterkende factor voor een al bestaande beweging. Ten aanzien van het onderwerp beschermingsconstructies viel bij een aantal juridische auteurs duidelijk een zekere onvrede te bespeuren over de wijze waarop de discussie tussen de VvdE en de VEVO eind jaren '80 en begin jaren '90 werd gevoerd, maar zij namen in veel gevallen niet expliciet stelling over wat de concrete uitkomst van die discussie zou moeten zijn.²⁰⁵ Van een eenduidige aanleiding voor het aanwakkeren van de rechtswetenschappelijke discussies over de positie van aandeelhouders lijkt in ieder geval geen sprake te zijn.

Naar mijn mening is een belangrijke verklarende factor voor de aanzetten tot 'modernisering' van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen te vinden in de banden van de betrokken rechtswetenschappers met de praktijk. Zo waren prominente ondernemingsrechtjuristen als Van den Hoek, Slagter, Den Boogert en Eisma allen als advocaat in de (internationale) ondernemingsrechtpraktijk werkzaam en vervulden zij daarnaast een aanzienlijk aantal nevenfuncties, waaronder – zeker in het geval van Van den Hoek – commissariaten bij grote Nederlandse ondernemingen. Aan de andere zijde van het spectrum stonden rechtsgeleerden als Honée en Raaijmakers die als bedrijfsjurist

204. In deze zin P.C. van den Hoek, 'Nawoord' in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 63 (verwijzend naar een interview met H.P.J. Ophof, destijds achtereenvolgens bewindvoerder en curator van OGEM, in de *NRC* van 7 oktober 1993).

205. Zie bijvoorbeeld de opmerkingen van Honée in een interview met het *Financieele Dagblad*: "We moeten de discussie in Nederland niet aan Brussel ophangen. Het is een probleem van ons zelf. We moeten zelf een antwoord vinden op de vraag of we de huidige bescherming aanvaardbaar vinden. Als we ja zeggen, dan moeten we ervoor vechten in Brussel. Als we nee zeggen, dan moeten we veranderingen aanbrengen. (...). Het is in de eerste plaats een maatschappelijk vraagstuk. Juristen willen graag uitleggen hoe het technisch in elkaar zit, maar dat verhuult de wezenlijke vraag of bescherming wenselijk is." Zie H.J.M.N. Honée, 'Bescherming mag aandeelhouder niet blijvend beknotten', interview *Financieele Dagblad* 31 oktober 1991, opgenomen in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 310.

HOOFDSTUK 3

aan grote Nederlandse multinationals (Unilever respectievelijk Philips) verbonden waren. Al deze personen verdisconteerden nadrukkelijk hun eigen praktijkervaringen in hun wetenschappelijk werk.²⁰⁶ Vanwege de aard van hun praktijkwerkzaamheden waren zij ook nadrukkelijk op de internationale context van de discussies over corporate governance gericht. Zo putte Honée volgens Winter in discussies over governance, waaronder de bijdragen die hij achter de schermen leverde aan de veertig aanbevelingen van de Commissie Peters, veel uit zijn ervaringen bij Unilever met het Britse model.²⁰⁷

Bij dit alles moet worden aangetekend dat deze groep praktijkwetenschappers in hun aanzetten tot herzieningen van het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen niet, althans niet kenbaar, door een bepaalde ideologische of politieke overtuiging werden gedreven. Hun aanzetten tot herziening kunnen eerder worden verklaard door de blootstelling aan de politieke, economische en maatschappelijke discussies over beschermingsconstructies en corporate governance die zij vanuit hun positie als praktijkjurist kregen. Hun streven naar een modernisering van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen kan in mijn ogen dan ook worden verklaard door een noodzaak die deze groep wetenschappers vanuit de praktijk percipieerde om het ondernemingsrecht aan te passen aan de snel veranderende politieke, economische en maatschappelijke omstandigheden waarin het Nederlandse bedrijfsleven in het algemeen en Nederlandse beursvennootschappen in het bijzonder zich bevonden.

3.6.2 *Veranderingen in beoefening van ondernemingsrechtswetenschap*

Naast deze groep ondernemingsrechtswetenschappers met nauwe praktijkbanden was er binnen het Nederlandse ondernemingsrecht nog een tweede groep wetenschappers die in de jaren '90 meebewogen in de aanzetten tot een 'nieuw' ondernemingsrecht. Deze groep bestond uit niet aan de praktijk gebonden wetenschappers die uit intellectuele nieuwsgierigheid op zoek gingen naar

206. Een mooi voorbeeld is P.C. van den Hoek, 'De functie van de algemene vergadering', in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 1-18 met uitgebreide verwijzingen in voetnoten naar de toenmalige ontwikkelingen in het nieuws rond Nederlandse beursondernemingen. Een ander treffend voorbeeld is Raaijmakers, Th. 1995, een opstel over corporate governance dat duidelijk is geschreven vanuit het perspectief van zijn ervaringen als bedrijfsjurist ten aanzien van Philips' werkmaatschappijen in de Verenigde Staten.

207. Kenbaar uit J.W. Winter, 'Werken met Harry Honée' in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 12: "Met zichtbaar genoegen legde Harry dan uit hoe de Engelse code en de aanstaande veertig aanbevelingen een beter evenwicht zouden scheppen tussen aandeelhouders en bestuur en commissarissen en dat we dat ook in Nederland hard nodig hadden. Angsten over wat er allemaal fout zou gaan kon hij gemakkelijk aan de hand van de Engelse praktijk van Unilever weerleggen."

vernieuwende ideeën over corporate governance en daartoe ook nieuwe wetenschappelijke bronnen uit binnen- en buitenland aanboorden. Het rechtseconomisch werk van De Kluiver (zie §4.6) is hiervan een goed voorbeeld. Ook Timmerman heeft op dit vlak met enkele diepgravende beschouwingen een grote bijdrage geleverd.²⁰⁸ De beschouwingen van deze groep rechtswetenschappers kenmerkten zich in het bijzonder door een breed brongebruik. De auteurs wensten zich niet te beperken tot de traditionele bronnen van wetgeving, jurisprudentie en Nederlandse juridische literatuur, maar zochten nadrukkelijk de verbreding naar buitenlandse literatuur, economische artikelen, beleidsrapporten, nieuwsberichten en andere – strikt genomen – niet-juridische bronnen. Nu is het vennootschapsrecht nooit een zuivere studeerkameraangelegenheid geweest,²⁰⁹ maar in deze ‘moderne’ artikelen is ten opzichte van het verleden naar mijn mening een duidelijk verbreding in brongebruik en perspectief zichtbaar.

Vanuit dit bredere perspectief waren gevestigde wetenschappers als Timmerman en De Kluiver, maar ook – toen nog – jongere ondernemingsrechtjuristen als Winter, Kroeze en Van Ginneken goed toegerust om volwaardig aan het – op dat moment al door economen gedomineerde – debat over corporate governance deel te kunnen nemen. Rapporten zoals de veertig aanbevelingen van de Commissie Peters en de OECD Principles of Corporate Governance (zie §4.6.4 hierna) boden voor deze groep wetenschappers een aanknopingspunt of inspiratiebron voor hun eigen gedachtenvorming over corporate governance. Voorts wist de groep jonge wetenschappers die overigens veelal zelf ook in de praktijk werkzaam waren in het kielzog van de vernieuwingen op het gebied van corporate governance een aantal nieuwe onderwerpen aan zich te trekken, zoals stemmen op afstand en ‘proxy solicitation’.²¹⁰ Aldus nam ook deze tweede groep rechtswetenschappers met nieuwsgierigheid en tenminste enig enthousiasme deel aan de verkenningen om te komen tot een modern ondernemingsrecht voor beursvennootschappen.

208. Zie in het bijzonder L. Timmerman, ‘Over de toekomst van het vennootschapsrecht’, *RM Themis* 1999, p. 43-51 en L. Timmerman, ‘Een gunstiger klimaat voor zeggenschap van aandeelhouders van Nederlandse beursfondsen’, *RM Themis* 1999, p. 272-283. Zie voorts Timmerman 1997 (beschouwing over het rapport van de Commissie Peters) en Timmerman 2000 (over het vennootschapsrecht in het nieuwe millennium).

209. Zie bijvoorbeeld reeds Sanders 1952 voor een voorbeeld van een beschouwing waarin het juridisch kader, de politieke context en de praktijkdimensie op een coherente en zuivere wijze geïntegreerd worden weergegeven.

210. J.W. Winter, ‘Stemmen op afstand via het Communicatiekanaal Aandeelhouders’ in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 81-103 (onder meer verwijzend naar Van Ginneken 1998). Winter zou in 2000 ook zijn Rotterdamse oratie over dit onderwerp houden. Zie voor een reprise J.W. Winter & M.J. van Ginneken, ‘Stemmen op afstand opnieuw bekeken’, in P.H.J. Essers et al. (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 139-152.

Bij dit alles ontstond een tweedeling tussen de bovengenoemde groepen ondernemingsrechtswetenschappers en een derde groep. Traditionele vennootschapsrechtjuristen waren in het wetenschappelijk debat over corporate governance vanaf medio jaren '90 grotendeels afwezig. De stelling lijkt gerechtvaardigd dat hiermee de behoudende vleugel in de ondernemingsrechtswetenschap in de discussie ondervertegenwoordigd was. Van der Grinten, die eind jaren '80 nog een matigende invloed had gehad op de onderhandelingen tussen de VvdE en de VEVO over beschermingsconstructies,²¹¹ was in 1994 overleden. Maeijer hield zich, op een enkele bijdrage na,²¹² afzijdig in het debat over corporate governance. Typierend is de opmerking die hij in zijn Asser-bewerking uit 2000 aan de veertig aanbevelingen van de Commissie Peters wijdde: “*Omdat ook juristen in de praktijk te maken kunnen krijgen met de in de aanbevelingen vervatte gedragsregels, zal in dit boek op diverse plaatsen naar aanbevelingen worden verwezen.*”²¹³ Dit citaat impliceert dat Maeijer de aanbevelingen van de Commissie Peters als iets niet-juridisch zag – wat formeel gezien juist was – en wekt de indruk dat Maeijer het als jurist niet tot zijn taak rekende om zich met deze materie bezig te houden. Eenzelfde sentiment is te bespeuren in de passage over de op dat moment levende discussie over de aanpassing van de structuurregeling, waarin Maeijer volstond met een korte vermelding van de belangrijkste literatuur en de constatering dat een en ander nog niet tot een concreet voor-nemen tot aanpassing van de relevante wetgeving had geleid.²¹⁴ Een mogelijke verklaring zou zijn dat Maeijer de sterk opkomende discussie over de inrichting van Nederlandse (beurs)vennootschappen in vervolg op het rapport van de Commissie Peters als een vorm van waan van de dag heeft beschouwd en dat hij zich lange tijd niet heeft gerealiseerd hoe sterk de normatieve verschuiving in opvattingen in de wetenschap, politiek en praktijk op dit punt is geweest. Een andere verklaring zou kunnen zijn dat Maeijer zich in deze periode vooral bezighield met het nieuwe ontwerp voor de wettelijke regeling voor personenvennootschappen, in de contemporaine literatuur doorgaans aangeduid als ‘Titel 7.13’.²¹⁵ Gegeven de grote omvang van dit project is het niet onaannemelijk dat Maeijer zodanig door dit project in beslag werd genomen dat hij tijd en aandacht tekort kwam om zich daarnaast ook nog actief in wetenschappelijke discussies over beursvennootschappen te mengen.

211. Zie laatstelijk het Rapport Commissie Beschermingsconstructies 1987 dat onder voorzitterschap van Van der Grinten tot stand was gebracht.

212. J.M.M. Maeijer, ‘Proxy solicitation; beschermingsconstructies’, voordracht gehouden te Nijmegen op 11 november 1995, in J.R. Schaafsma et al. (reds.), *Ontwikkelingen in het Effectenverkeer*, Van der Heijden-reeks nr. 50, Deventer: Kluwer 1996, p. 119-161 (inclusief bijlagen).

213. Asser-Maeijer 2000, nr. 253a.

214. Ibid, nr. 365.

215. Zie Pitlo-Raaijmakers 2006, p. 72 (verwijzend naar het ontwerp van Maeijer dat aan wetsvoorstel 28 746 ten grondslag lag).

Ook andere prominente ondernemingsrechtsgeleerden lieten zich niet, of slechts in zeer beperkte mate, zien in het wetenschappelijk debat. Zo nam Van Schilfgaarde in dit debat een relatief bescheiden rol in, waarbij hij bovendien de actuele discussies vanuit het perspectief van het positief Nederlands recht tegemoet trad en zich – bewust dan wel onbewust – niet op het bredere discussieterrein op het gebied van corporate governance begaf.²¹⁶ Voor andere hoogleraren en wetenschappers op het terrein van het ondernemingsrecht zal hebben gegolden dat het onderwerp corporate governance niet tot hun onderzoeksgebied behoorde of dat zij niet in het verschijnsel beursvennootschap geïnteresseerd waren. Het is dan ook niet na te gaan of er binnen de beroepsgroep iets van een ‘*silent majority*’ is geweest en zo ja, aan wiens zijde deze stille meerderheid zich zou hebben geschaard. In ieder geval is zichtbaar dat het wetenschappelijk debat over corporate governance leidde tot een tweedeling in de rangen van ondernemingsrechtswetenschappers. Een deel stortte zich enthousiast in de discussie, inclusief een groep jonge wetenschappers voor wie deze discussie een uitgelezen mogelijkheid bood om zich binnen het vakgebied te profileren. Een ander deel haakte af of nam niet deel aan deze discussie, mogelijk in de veronderstelling dat alle ophef over corporate governance wel over zou waaien. Zo kon een brede normatieve verschuiving in de rechtswetenschap ontstaan.

3.7 Uitleiding

In dertig jaar tijd kan veel gebeuren. De in dit hoofdstuk beschreven ontwikkelingen laten zien dat de juridische positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen weliswaar grotendeels gelijk mag zijn gebleven tussen 1971 en 1999, maar dat het feitelijke speelveld en vooral het normatieve krachtenveld waarin beursvennootschappen en hun aandeelhouders zich bevonden in dezelfde periode ingrijpend waren gewijzigd. De economische omstandigheden veranderden van de door de oliecrises en recessie geplaagde jaren '70 via de opbouwperiode gedurende de jaren '80 in de ‘*booming nineties*’ van de jaren '90. Markten en sociaaldemocratie vormden voor de PvdA onder Den Uyl nog een tegenstelling, maar voor de PvdA onder Kok juist een symbiose. Aandelenmarkten en aandelenbestanden van Nederlandse beursvennootschappen internationaliseerden terwijl de Nederlandse pensioenfondsen in de jaren '90 als de nieuwe nationale kampioenen naar voren werden geschoven. Een al tien jaar lopende discussie over een particuliere oplossing voor problemen

216. Illustratief is P. van Schilfgaarde, ‘Gelijke behandeling van aandeelhouders’, in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 19-28.

HOOFDSTUK 3

rond beschermingsconstructies wordt binnen één jaar tot een door het kabinet gewenste oplossing geforceerd. De term corporate governance doet haar intrede en is al snel niet meer weg te denken. En tot slot: het kabinet gebruikt de discussies over beschermingsconstructies en corporate governance om het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen na dertig jaar relatieve rust alsnog voor de 21ste eeuw klaar te stomen.

Eind jaren '90 stonden vanuit de markt en de politiek alle stukken op het bord om een omwenteling van het klassieke naar het moderne ondernemingsrecht voor beursvennootschappen te bewerkstelligen. De daadwerkelijke veranderingen in de juridische positie van aandeelhouders in beursvennootschappen worden beschreven in hoofdstuk 5. Naast de verschuivingen in markt en politiek was er nog een derde drijvende kracht achter de wijzigingen in normatieve opvattingen: de wetenschap. Kort gezegd ging het hierbij om de intellectuele *business case* voor de beoogde wijzigingen in het ondernemingsrechtelijk bestel aan de hand van nieuwe- en/of voortgeschreden inzichten in de wetenschap. De beschrijving van de relevante ontwikkelingen binnen de wetenschap valt uiteen in twee stadia: (i) de opkomst van 'finance' als wetenschapsgebied en de ontwikkeling van economische theorieën over markten en corporate governance; en (ii) de 'spillover' van de in deze literatuur ontwikkelde concepten naar het juridisch domein via wetenschapsstromingen als '*law & economics*'. Deze beschrijving is het voorwerp van hoofdstuk 4 hierna.

Hoofdstuk 4. De ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht

4.1 Inleiding

Op 4 en 5 november 1999 vond op het kantoor van Philips in Eindhoven een door de Katholieke Universiteit Brabant (thans Universiteit van Tilburg) en de OECD georganiseerd seminar plaats met de titel ‘*Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets*’.¹ Tijdens dit seminar presenteerde de Amerikaanse hoogleraar Kraakman van de Harvard Law School een concept-paper dat hij samen met zijn vakgenoot Hansmann van de Yale Law School had geschreven over de toekomst van het ondernemingsrecht vanuit internationaal perspectief. Het definitieve artikel getiteld ‘The End of History for Corporate Law’² zou kort daarna worden gepubliceerd. De centrale stelling van het artikel was dat de ontwikkeling van het ondernemingsrecht in feite ‘af’ was. In de visie van Hansmann en Kraakman bestond er een wereldwijde normatieve consensus over de superioriteit van een door hen geformuleerd model van op aandeelhouders georiënteerd ondernemingsrecht zoals dat in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten van Amerika werd gehanteerd en zou het slechts een kwestie van tijd zijn voordat ook het ondernemingsrecht in jurisdicties die van een ander model uitgingen, zoals Duitsland met haar Rijnlandse model, naar het aandeelhoudersgeoriënteerde model van Hansmann en Kraakman zou convergeren.

De centrale these van ‘The End of History’ was de volgende: “*Although there remained considerable room for variation in corporate governance practices and in the fine structure of corporate law throughout the twentieth century, the pressures for further convergence are now rapidly growing. Chief among these pressures is the recent dominance of a shareholder-centered ideology of corporate law among the business, government, and legal elites in key commercial jurisdictions. There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value.*”

-
1. Voor een verslag, zie P.M.L. Frentrop, ‘Convergentie in corporate governance: verslag van een congres voor juristen en economen’, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 423-424.
 2. Hansmann/Kraakman 2000. De titel van het stuk is onmiskenbaar een verwijzing naar Fukuyama 1989.

HOOFDSTUK 4

*This emergent consensus has already profoundly affected corporate governance practices throughout the world. It is only a matter of time before its influence is felt in the reform of corporate law as well.*³

De ‘emergent consensus’ over het aandeelhoudersgeoriënteerde model van ondernemingsrecht (door Hansmann en Kraakman verkort als “*the standard model*” aangeduid) werd als volgt gedefinieerd: “*The principal elements of this consensus are that ultimate control over the corporation should be in the hands of the shareholder class; that the managers of the corporation should be charged with the obligation to manage the corporation in the interests of its shareholders; that other corporate constituencies, such as creditors, employees, suppliers, and customers should have their interests protected by contractual and regulatory means rather than through participation in corporate governance; that noncontrolling shareholders should receive strong protection from exploitation at the hands of controlling shareholders, and that the principal measure of the interests of the publicly traded corporation’s shareholders is the market value of their shares in the firm.*”⁴

Elders in hun artikel formuleerden Hansmann en Kraakman een nadere invulling voor de belangen van aandeelhouders in het aandeelhoudergeoriënteerde model: “[W]e are left today with a widespread normative consensus that shareholders alone are the parties to whom corporate managers should be accountable. This is not to say that there is agreement that corporations should be run in the interests of shareholders alone, much less that the law should sanction that result. All thoughtful people believe that corporate enterprise should be organized and operated to serve the interests of society as a whole, and that the interests of shareholders deserve no greater weight in this social calculus than do the interests of any other members of society. The point is simply that now, as a consequence of both logic and experience, there is convergence on a consensus that the best means to this end – the pursuit of aggregate social welfare – is to make managers strongly accountable to shareholder interests, and (at least in direct terms) only to those interests.”⁵

Als factoren die zouden leiden tot wereldwijde convergentie naar het aandeelhoudersgeoriënteerde model noemden Hansmann en Kraakman: (i) het falen van alternatieve modellen zoals het Duitse model van werknemersmedezeggenschap en het model van staatsgestuurd corporatisme zoals in Frankrijk en Japan; (ii) de toenemende druk als gevolg van concurrentie in de wereldhandel (waarbij tussendoor wordt opgemerkt: “*The developed common law jurisdictions have performed well in comparison to the principal East Asian and*

3. Hansmann/Kraakman 2000, p. 1.

4. Ibid, p. 2-3.

5. Ibid, p. 9.

continental European countries (...) The principal examples include, of course, the strong performance of the American economy in comparison with the weaker economic performance of the German, Japanese, and French economies.”⁶; en (iii) de opkomst en groeiende invloed van de ‘shareholder class’, zoals institutionele beleggers en activistische aandeelhouders. Hansmann en Kraakman besloten hun betoog als volgt: “*The triumph of the shareholder-oriented model of the corporation over its principal competitors is now assured, even if it was problematic as recently as twenty-five years ago. (...) We predict, therefore, that as European equity markets develop, the ideological and competitive attractions of the standards model will become indisputable, even among legal academics. And as the goal of shareholder primacy becomes second nature even to politicians, convergence in most aspects of the law and practice of corporate governance is sure to follow.*”⁷

De hierboven weergegeven citaten van Hansmann en Kraakman kunnen als volgt worden samengevat. Zij stelden dat anno 1999 een normatieve consensus bestond in de politiek, het bedrijfsleven en de (juridische) wetenschap binnen de belangrijkste commerciële jurisdicties over de oriëntatie van het ondernemingsrecht. Met ‘*key commercial jurisdictions*’ doelden Hansmann en Kraakman naar alle waarschijnlijkheid op de Verenigde Staten, de grote West-Europese landen (waaronder het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Duitsland en Nederland) en Japan. De normatieve consensus in deze landen zou erin bestaan dat het ondernemingsrecht primair op (het creëren van) lange-termijn aandeelhouderswaarde gericht zou moeten zijn. Daartoe zouden bestuurders van (beursgenoteerde) ondernemingen uitsluitend de belangen van aandeelhouders tot richtsnoer moeten nemen, waarbij de beurskoers van de aandelen de primaire maatstaf voor de belangen van aandeelhouders zou vormen. Impliciet stelden Hansmann en Kraakman dat het streven naar lange termijn aandeelhouderswaarde bij beursondernemingen verwezenlijkt zou kunnen worden door het handelen van bestuurders primair door de beurskoers van de aandelen van de betreffende onderneming te laten leiden. Het op deze wijze sturen op de belangen van aandeelhouders – met uitsluiting van alle andere belangen – zou volgens Hansmann en Kraakman geen conflicten opleveren met de belangen van andere bij de onderneming betrokken personen of groepen, zoals werknemers, crediteuren, klanten en leveranciers. Zij gaven hiervoor twee redenen. Ten eerste zouden de belangen van deze groepen niet via het ondernemingsrecht geborgd hoeven te worden, maar dienden deze belangen via wet- en regelgeving dan wel op contractuele wijze te worden

6. Ibid, p. 12.

7. Ibid, p. 32-33.

HOOFDSTUK 4

beschermd. Ten tweede stelden Hansmann en Kraakman dat op grond van ‘*logic and experience*’ normatief was komen vast te staan dat de belangen van de maatschappij als geheel het beste gediend konden worden door bestuurders van (beurs)ondernemingen in vergaande mate aan de (belangen van) aandeelhouders te binden.

In de Amerikaanse literatuur is wel betoogd dat de publicatie van ‘The End of History for Corporate Law’ in zekere zin het hoogtepunt van de invloed van het aandeelhoudersgeoriënteerd denken op het gebied van corporate governance in de Amerikaanse wetenschap markeert.⁸ De enkele constatering dat Kraakman dit artikel destijds ook in Eindhoven heeft gepresenteerd is natuurlijk niet voldoende om aan te kunnen nemen dat dit artikel ook van wezenlijke invloed is geweest op de Nederlandse rechtswetenschap. De hierboven weergegeven citaten uit ‘The End of History for Corporate Law’ zijn bedoeld als illustratie voor denkbeelden en opvattingen uit de bredere wetenschappelijke stroming van ‘*law & economics*’⁹ waarin het werk van Hansmann en Kraakman kan worden geplaatst. De stroming van law & economics is ontegenzeggelijk van grote invloed geweest op de Amerikaanse rechtswetenschap op het gebied van ondernemingsrecht. Ook in de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap heeft de law & economics-stroming school gemaakt, zij het minder prominent en in minder vergaande mate dan in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk het geval was. Hoever deze invloed precies heeft bereikt is één van de centrale vragen in dit hoofdstuk.

-
8. Zeer uitgesproken is L.A. Stout, *The Shareholder Value Myth: how putting shareholders first harms investors, corporations and the public*, San Francisco: Berret-Koehler Publishers 2012, p. 21-23. Stout beperkt deze observatie niet tot de wetenschap, maar trekt deze ook door naar de politiek en uitvoeringspraktijk: “*Most scholars, regulators and business leaders accepted without question that shareholders wealth maximization was the only proper goal of corporate governance. Shareholder primacy had become a dogma, a belief system that was rarely questioned, seldom explicitly justified, and had become so pervasive that many of its followers could not even recall where or how they had first learned of it.*” (p. 21). Voor de onderbouwing van deze brede stelling draagt Stout echter geen bewijs aan.
 9. Een opmerking over begripsgebruik is hier op zijn plaats. ‘Law & economics’ kan worden vertaald als ‘rechtseconomie’, maar naar mijn mening is dit samengesteld woord gevoelsmatig onvoldoende om de bredere beweging van law & economics adequaat aan te duiden. De term rechtseconomie impliceert dat het recht het vertrekpunt voor de analyse zou zijn, terwijl dit bij law & economics niet altijd het geval is. Daarbij heeft de aanduiding law & economics voorts als voordeel dat deze beter aansluit bij gangbare Amerikaanse aanduidingen voor andere hybride wetenschapsstromingen, zoals ‘law & psychology’ en ‘law & literature’. Tot slot kan nog worden opgemerkt dat de term law & economics in de Nederlandse literatuur vaak onvertaald wordt gebruikt. In het hiernavolgende zal ik de wetenschapsstroming aanduiden als law & economics. Wel gebruik ik in voorkomende gevallen de Nederlandse vertaling als bijvoeglijk naamwoord (rechtseconomisch, rechtseconomische), dit om onnodig lange bijzinnen te voorkomen.

Bij de ontwikkeling van moderne normatieve opvattingen in de Nederlandse rechtswetenschap over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in de jaren '90 en kort na de eeuwwisseling hebben bepaalde aan de law & economics-stroming ontleende opvattingen een belangrijke rol gespeeld. Om deze opvattingen goed te kunnen duiden, is het noodzakelijk om aan de hand van primaire bronnen uit de law & economics-literatuur het spoor terug te volgen naar de oorsprong van de afzonderlijke inzichten en concepten. Daarvoor zijn enkele uitweidingen over ontwikkelingen in aanpalende wetenschapsgebieden zoals *'finance'* noodzakelijk. Zoals eerder opgemerkt kunnen hierbij ook secundaire bronnen worden gebruikt om de primaire bronnen ten opzichte van elkaar in het juiste perspectief te plaatsen (zie §1.3).

Een volledige beschrijving van al hetgeen in het kader van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht is ontwikkeld aan wetenschappelijke inzichten valt buiten het bestek van dit onderzoek en wordt ook overigens niet beoogd. Ik beperk me tot een functionele beschrijving van de voor mijn onderzoek relevante concepten uit de law & economics-stroming. Het doel van deze exercitie is om het rechtseconomisch fundament van de aandeelhoudersgeoriënteerde normatieve opvattingen zoals in kort bestek verwoord door Hansmann en Kraakman bloot te leggen en aan een kritische beoordeling te onderwerpen. Zoals Easterbrook en Fischel hun standaardwerk over de rechtseconomische analyse van het ondernemingsrecht begonnen met de zin: *"We seek to understand the logic of corporate law."*¹⁰ beoog ik de logica van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht te begrijpen. Een zekere *'hindsight bias'* ligt wel op de loer nu in de nasleep van de financiële crisis inmiddels duidelijk is geworden dat enkele dragende pijlers van het law & economics-fundament op onjuiste of op z'n minst aanvechtbare aannames en vooronderstellingen berusten. Ik heb me daarom beperkt tot hoofdzakelijk contemporaine bronnen om een zo objectief mogelijke weergave van de betreffende ontwikkelingen te geven. Wel is aan deze weergave een kritische beschouwing verbonden, wederom zoveel mogelijk op basis van contemporaine bronnen. Met de kennis van nu kan immers wel worden vastgesteld in hoeverre de toenmalige kritiek op ontwikkelingen binnen law & economics terecht was voorgesteld.

De import van law & economics in de wetenschapsdiscipline van het (klassieke) ondernemingsrechtswetenschap, in het bijzonder de inpassing van economische argumenten in het juridische argumentatiekader, gaf in zekere zin ook een nieuwe dimensie aan het juridisch-wetenschappelijk debat. Illustratief is de volgende passage uit een column van Timmerman naar aanleiding van het 'End of History of Corporate Law' artikel: "[H]et idee dat ondernemingen alleen het aandeelhoudersbelang dienen te behartigen berust op een economische theorie

10. F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 1991, p. vii.

HOOFDSTUK 4

*waarin beweerd wordt dat het bij uitsluiting behartigen van het aandeelhoudersbelang de economische efficiency bevordert. Mijn indruk is dat economen deze theorie momenteel nogal breed onderschrijven. Ik ken geen economen die deze visie niet aanhangen. Dit maakt het voor juristen lastig te verdedigen dat belangenpluralisme goed is voor de nationale economie en ondernemingen.”*¹¹ De vraag dringt zich op in hoeverre het ondernemingsrecht als wetenschapsdiscipline de vanuit law & economics afkomstige concepten en argumenten op de juiste wijze heeft geïnternaliseerd. Een adequate beschrijving van de invloed van law & economics in het ondernemingsrecht vereist een beschouwing van het ondernemingsrecht als juridisch wetenschapsgebied. Ook hieraan zal in dit hoofdstuk aandacht worden besteed.

De daadwerkelijke versterking van de feitelijke en juridische positie van aandeelhouders in beursvennootschappen die zich kort na de eeuwwisseling op Europees- en nationaal niveau voltrok wordt beschreven in hoofdstuk 5 hierna. De draden die ik in hoofdstuk 3 heb gespannen en in dit hoofdstuk 4 nog zal spannen over verschuiving in de normatieve opvattingen in markt, politiek en wetenschap komen uiteindelijk pas in hoofdstuk 5 samen. Anders gezegd: de hoofdstukken 3 en 4 zijn een gezamenlijke opmaat naar hoofdstuk 5.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In paragraaf 4.2 zal het prille begin van de law & economics-beweging in de Verenigde Staten worden besproken, waarbij in het bijzonder de aandacht ligt op het werk van Coase. In paragrafen 4.3, 4.4 en 4.5 worden de fundamenteën besproken van wat ik de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht zal noemen, te weten de Efficient Market Hypothesis (§4.3), de Market for Corporate Control en de Agency Theory (§4.4) en de geïntegreerde benadering van de Economic Structure of Corporate Law (§4.5). Tezamen vormen deze uitgangspunten de basis voor de in de inleiding beschreven opvattingen van Hansmann en Kraakman. In paragraaf 4.6 beschrijf ik de introductie en de invloed van deze inzichten in de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap. Paragraaf 4.7 bevat tot slot enkele afrondende opmerkingen.

11. L. Timmerman, 'Het einde van de geschiedenis van het vennootschapsrecht (?)', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 115. In deze column stelde Timmerman dat om een aantal redenen de door Hansmann en Kraakman aangekondigde wereldwijde convergentie van het ondernemingsrecht naar het Amerikaanse model niet op voorhand uitgesloten mocht worden. Wel had Timmerman in een eerder stuk opgetekend dat de ahistorische benadering van Hansmann en Kraakman op hem naïef overkwam. Zie L. Timmerman, 'De terugkeer van de geschiedenis in het vennootschapsrecht naar aanleiding van D.J. Sannes, de rechtsverhouding van moeder- en dochtermaatschappij (1926)', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 12.

4.2 De opkomst van law & economics en de Coase Theorem

4.2.1 Inleiding

De herkomst van law & economics gaat tenminste terug tot begin jaren '60 van de vorige eeuw. De vroege ontwikkeling van dit wetenschapsgebied voltrok zich hoofdzakelijk in de Verenigde Staten, waarbij met name economen en juristen van de University of Chicago een belangrijke rol speelden. De University of Chicago Law School was de eerste rechtenfaculteit met een law & economics-programma; zij startte in 1958 ook met het uitgeven van het *Journal of Law and Economics*. Vele sleutelfiguren uit de beginperiode van de law & economics-beweging waren aan de University of Chicago verbonden of hadden aan deze universiteit gestudeerd. De opkomst van law & economics viel voorts samen met een langdurige bloeiperiode van de economische faculteit aan de University of Chicago. De intellectuele traditie die in deze periode vanuit de University of Chicago is gevestigd wordt ook wel aangeduid als de 'Chicago School'¹² terwijl 'volgelingen' ook wel 'Chicago Boys' (een doorgaans negatieve connotatie) zijn genoemd.¹³

De institutionele vermenging tussen de rechtenfaculteit en de economische faculteit vindt mogelijk haar oorsprong in de benoeming van de conservatieve econoom A. Director aan de University of Chicago Law School in 1946. Director stond in hoog aanzien bij de hoogleraren van de economische faculteit van de University of Chicago, maar kon niet aan die faculteit worden benoemd omdat hij niet was gepromoveerd. Als oplossing werd voor Director een aanstelling aan de Law School geregeld aangezien daarvoor geen doctorsgraad was vereist. Director zou zich ontwikkelen tot een invloedrijk docent aan de Law School, onder meer via een seminar over de economische effecten van mededingingswetgeving.¹⁴ Director's aanstelling werd gefinancierd door de William Volker Charities Fund, een op liberarische leest geschoeide nonprofit organisatie.¹⁵ Dezelfde organisatie zou in 1950 de aanstelling van Hayek aan de University of Chicago gedeeltelijk

12. Zie bijvoorbeeld het gelijk genaamde hoofdstuk in B.E. Harcourt, *The Illusion of Free Markets*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2011, p. 121-150. Harcourt is zelf als hoogleraar aan de University of Chicago Law School verbonden.

13. Term afkomstig uit N. Klein, *The Shock Doctrine*, London: Penguin 2007, p. 77-81 (verwijzend naar de aan de University of Chicago opgeleide adviseurs van de Chileense dictator Pinochet).

14. J. Fox, *The Myth of the Rational Market*, New York: Harper Business 2009, p. 158.

15. Ibid, p. 353 noot 17.

financieren.¹⁶ Ook Hayek werd niet aan de economische faculteit benoemd – het voorstel tot zijn aanstelling als hoogleraar was door de economische faculteit zelf geblokkeerd. In plaats daarvan werd hij als hoogleraar ‘social and moral science’ aan het multidisciplinaire ‘Chicago Committee on Social Thought’ aangesteld.¹⁷ Hij zou daar lange tijd een invloedrijk wekelijks seminar getiteld ‘*The Liberal Tradition*’ doceren dat ook door economen zoals Friedman regelmatig werd bezocht.¹⁸ Hayek zou tot 1962 in Chicago blijven.¹⁹

4.2.2 Coase en de Coase Theorem

De Brits-Amerikaanse econoom Coase wordt binnen de Chicago School gezien als de grondlegger van de moderne law & economics-discipline.²⁰ Zijn artikel ‘The Problem of Social Cost’ uit 1960²¹ wordt door velen aangemerkt als het beginpunt voor de ontwikkeling van de economische analyse van het recht,²² al moet hierbij meteen worden opgemerkt dat Calabresi (Yale University) enkele maanden later – onafhankelijk van Coase – een in vele opzichten even oorspronkelijk en invloedrijk artikel publiceerde.²³ Ten tijde van het verschijnen van dit artikel was Coase, die in de jaren ’30 nog een collega van Hayek was geweest aan de London School of Economics en die naar eigen zeggen ook in belangrijke mate door Hayek was beïnvloed,²⁴ nog verbonden aan de University of Virginia, maar hij zou in 1964 een aanstelling aan de University of Chicago

16. Zie ook Harcourt 2011, p. 131 noot 56 (p. 271): “Hayek indirectly played a crucial role in Aaron [Director] coming to Chicago. Aaron in turn played a crucial role in Hayek’s coming to Chicago (...) Hayek came to Chicago in 1950 in connection with money provided by the Volker Fund, the same foundation that was responsible for the original grant that brought Aaron to Chicago.”

17. Wapshott 2011, p. 215-218.

18. J. Cassidy, *How Markets Fail*, New York: Farrar, Straus & Giroux 2009, p. 46.

19. Wapshott 2011, p. 223-225.

20. Illustratief is het voorwoord van Easterbrook/Fischel 1991, p. viii: “In particular, we like all other contemporary scholars in corporate organization owe a great debt to R.H. Coase, who first pointed out the similarity (and differences) between corporations and markets. (...) Without him the economic study of corporate law might lie ahead; to him, we have dedicated this book.”

21. R.H. Coase, ‘The Problem of Social Cost’, *Journal of Law & Economics* 1960, p. 1-44.

22. Harcourt 2011, p. 122-123, tevens verwijzend naar R.A. Posner, *Frontiers of Legal Theory*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2001, p. 6 (“The proposal of what might grandly be called the economic theory of law builds on a pioneering article by Ronald Coase”).

23. G. Calabresi, ‘Some Thoughts on Risk Distributions and the Law of Torts’, *Yale L.J.* 1961, p. 499-553.

24. Harcourt 2011, p. 127, verwijzend naar een citaat van Coase dat Hayek zeer invloedrijk was geweest op zijn intellectuele ontwikkeling, opgetekend in E.W. Kitsch, ‘The Fire of Truth: a Remembrance of Law and Economics at Chicago 1932-1970’, *Journal of Law & Economics* 1983, p. 217 (“Hayek was terribly important at the London School of Economics in ways that perhaps people wouldn’t realize.”).

Law School aanvaarden. Vanuit deze positie zou Coase via seminars en latere publicaties van grote invloed zijn op de volgende generatie rechtseconomen, onder wie de jurist Posner en de econoom Becker. Coase kan daarom één van de stamvaders van law & economics worden genoemd.

Coase's artikel 'The Problem of Social Cost' behelsde in de eerste plaats een rechtseconomische analyse van aansprakelijkheid. Centraal stond de vraag op welke wijze aansprakelijkheidsregelingen gebruikt konden worden om schadeveroorzakend gedrag af te wenden. Een vernieuwend inzicht van Coase was dat de relatie tussen de schadeveroorzaker en gelaedeerden een wederzijdse was: het opleggen van aansprakelijkheid aan A voor de schade die A aan B zou kunnen veroorzaken betekende in economische termen immers dat daarmee aan A schade werd toegebracht. In plaats van de traditionele benadering om schadeveroorzakend gedrag van A tegen te gaan met aansprakelijkheid stelde Coase een serie onderhandelingen en markttransacties tussen A en B voor om tot een voor beide partijen optimale situatie te komen. Hij werkte dit uit aan de hand van een voorbeeld van een veehouder A en boer B met aangrenzende percelen, waarbij veehouder A bij uitbreiding van zijn veestapel meer inkomsten kan genereren, maar anderzijds ook meer schade aan boer B zou kunnen veroorzaken doordat zijn vee de gewassen op het perceel van boer B zou kunnen beschadigen. Coase stelde voor dat veehouder A en boer B via markttransacties tot een optimaal evenwicht in hun onderlinge verhouding zouden kunnen komen, bijvoorbeeld doordat boer B een bepaald bedrag aan veehouder A zou betalen om zijn veestapel niet of slechts in beperkte mate uit te breiden. Zo zou veehouder A gecompenseerd worden voor zijn misgelopen inkomsten terwijl boer B de bescherming van zijn gewassen zeker kon stellen.

Op zichzelf beschouwd was het veronderstellen van markttransacties tussen partijen om in geval van conflicterende belangen tot een wederzijds aanvaardbare oplossing te komen vanuit economisch oogpunt niet onconventioneel. De grote stap in de analyse van Coase was de stelling dat via onderhandelingen en markttransacties tussen partijen een optimaal resultaat in de onderlinge verhouding kon worden bereikt ongeacht de juridische uitgangspositie. In zijn voorbeeld van veehouder A en boer B zou volgens Coase de beginverdeling van rechten, plichten en aanspraken tussen A en B geen verschil maken voor het uiteindelijke onderhandelingsresultaat. Een recht zou volgens Coase uiteindelijk altijd bij de partij uitkomen die daar de meeste waarde aan hecht en daar dus het meeste voor wil betalen. De beginverdeling van rechten was in de visie van Coase relevant voor het vaststellen van de richting (van A naar B of omgekeerd) en de prijzen van markttransacties, maar niet voor de vraag of deze transacties plaats zouden vinden. In de woorden van Coase: *"It is necessary to know whether the damaging business is liable or not for damage caused since without the establishment of this initial delimitation of rights there can be no market transactions to transfer and recombine them. But the ultimate result (which maximises*

HOOFDSTUK 4

*the value of production) is independent of the legal position if the pricing system is assumed to work without cost.*²⁵ en *“It is always possible to modify by transactions on the market the initial legal delimitation of rights. And, of course, if such market transactions are costless, such a rearrangement of rights will always take place if it would lead to an increase in the value of production.”*²⁶ Deze stelling zou later worden aangeduid als de ‘Coase Theorem’.²⁷

Uit de bovenstaande citaten wordt duidelijk dat Coase één belangrijke assumptie aan zijn model ten grondslag had gelegd: een volstrekt efficiënt werkend mechanisme van prijsvorming in die zin dat er aan de markttransacties zelf geen kosten (*‘transaction costs’*) zijn verbonden. Coase noemde dit zelf een *“very unrealistic assumption”*²⁸ Voor hem was duidelijk dat de door hem voorziene markttransacties om verscheidene redenen juist niet kostenneutraal waren: *“In order to carry out a market transaction it is necessary to discover who it is that one wishes to deal with, to inform people that one wishes to deal and on what terms, to conduct negotiations leading up to a bargain, to draw up the contract, to undertake the inspection needed to make sure that the terms of the contract are being observed, and so on. These operations are often extremely costly, sufficiently costly at any rate to prevent many transactions that would be carried out in a world in which the pricing system worked without cost.”*²⁹ Coase stelde dat in de situatie dat markttransacties niet kostenneutraal waren de beginverdeling van rechten en plichten tussen partijen *wel* relevant was. Ook stelde hij dat het bestaan van transactiekosten aan het bereiken van de optimale situatie via markttransacties tussen partijen in de weg zou kunnen staan.

Om dit probleem op te lossen was het volgens Coase noodzakelijk om de werking van het marktmechanisme tussen private partijen bij te sturen, bijvoorbeeld via regulering van overheidswege, om zo alsnog de optimale, althans zo goed mogelijke, verdeling van rechten en plichten tussen partijen te bereiken. Aan de afweging in welke mate bijsturing van het marktmechanisme gewenst was en aan de keuze voor het meest geschikte instrument voor een dergelijke bijsturing zou in de visie van Coase voor elk afzonderlijk ingrijpen in het marktmechanisme een gedegen empirisch onderzoek over de werking van het marktmechanisme en de effecten van die bijsturing ten grondslag moeten liggen.³⁰ Deze benadering zou volgens Coase niet alleen door de wetgever, maar ook door rechters moeten worden gevolgd bij het vaststellen van de verdeling van rechten en plichten.³¹ Ook bij het gebruik van belastingen om bepaald gedrag te stimuleren

25. Coase 1960, p. 8.

26. Ibid, p. 15.

27. Harcourt 2011, p. 124.

28. Coase 1960, p. 15.

29. Ibid.

30. Ibid, p. 15-18.

31. Ibid, p. 19-28.

dan wel tegen te gaan was volgens Coase een analyse van de economische effecten vereist, waarbij hij meteen opmerkte dat de berekening van de te heffen belastingen om het marktmechanisme op efficiënte wijze bij te sturen vanwege het ontbreken van de benodigde data een vrijwel onmogelijke opgave zou zijn.³² Met deze overwegingen gaf Coase een universeel kader voor de rechtseconomische analyse van verschillende vormen van (overheids)ingrijpen in marktmechanismen. Hiermee was het fundament voor de verdere ontwikkeling van de law & economics-stroming in de wetenschap gelegd.

4.2.3 Overheidsregulering en marktwerking

Ten opzichte van de mogelijkheden om via regulering effectief het marktmechanisme bij te kunnen sturen nam Coase op het eerste gezicht een neutrale houding in. Zo stelde hij weliswaar dat overheidsingrijpen niet noodzakelijkerwijs tot betere resultaten zou leiden dan wanneer een probleem enkel aan de markt overgelaten zou worden, maar hij voegde hieraan toe dat ook het omgekeerde waar was (een marktoplossing is niet noodzakelijkerwijs beter dan een oplossing door regulering).³³ Bij nadere beschouwing blijkt Coase toch een zekere voorkeur voor marktgeoriënteerde oplossingen te hebben gehad: *“There is, of course, a further alternative, which is to do nothing about the problem at all. And given that the costs involved in solving the problem by regulations issued by the governmental administrative machine will often be heavy (...) it will no doubt be commonly the case that the gain which would come from regulating the actions which give rise to the harmful effects will be less than the costs involved in Government regulation.”*³⁴ Anders gezegd: in de visie van Coase was het vaak minder effectief om het marktmechanisme met regulering van overheidswege bij te sturen dan om simpelweg niet in de markt te interveniëren.³⁵ Dit uitgangspunt bracht volgens Coase met zich mee dat overheidsregulering beperkt moest worden toegepast (*“curtailed”*), al voegde hij hier meteen aan toe dat niet duidelijk was hoever deze beperking precies zou moeten gaan.³⁶ Al met al tenderden de opvattingen van Coase – en dus ook de normatieve

32. Ibid, p. 41: *“A tax system which was confined to a tax on the producer for damage caused would tend to lead to unduly high costs being incurred for the prevention of damage. Of course this could be avoided if it were possible to base the tax, not on the damage caused, but on the fall in the value of production (...). But to do so would require a detailed knowledge of individual preferences and I am unable to imagine how the data needed for such a taxation system could be assembled.”*

33. Ibid, p. 18.

34. Ibid.

35. Coase voegde hier nog aan toe: *“It is my belief that economists, and policy-makers generally, have tended to over-estimate the advantages which come from governmental regulation.”* Zie Coase 1960, p. 18.

36. Ibid, p. 18-19.

uitgangspunten waarop de Coase Theorem was gebaseerd – naar vrije markt-oplossingen boven overheidsinterventie.³⁷ Later zou Harcourt de beleidsmatige implicaties van het artikel van Coase aan het adres van de overheid als volgt samenvatten: “[I]f transaction costs are low, do nothing because free-market transactions will produce the most efficient outcome; and if transaction costs are high, ‘commonly’ do nothing and ‘curtail’ your interventionists tendencies because it is too hard to assemble the necessary data, the calculations are intractable, and government tends to be inefficient.”³⁸

Het is daarnaast belangrijk om te onderkennen dat de Coase Theorem zelf een arbitrair element bevat: de aanname dat een proces van onderhandelingen en markttransacties in een volledig kostenneutrale (en dus vrije) markt tot een optimale allocatie van onderlinge rechten en plichten leidt. Deze aanname was niet gebaseerd op een feitelijke observatie, maar op een logische redenering van Coase aan de hand van het hypothetische geval van veehouder A en boer B. De stelling van Coase dat, wanneer door markttransacties een optimale verdeling van rechten tussen A en B kan worden bereikt, deze transacties in een kostenneutrale omgeving *altijd* zullen plaatsvinden kan daarom alleen als normatieve claim gelden, niet als een feitelijke observatie. Even arbitrair was de impliciete voorkeur voor marktgedreven oplossingen boven overheidsoplossingen die Coase liet doorklinken in zijn beschouwing over hoe de werking van niet-kostenneutrale marktmechanismen (dat wil zeggen: de echte wereld) kon worden bijgestuurd. Ondanks het feit dat Coase erkende dat over marktwerking en overheidsingrijpen onvoldoende empirisch bewijs bestond om een voorkeur voor het een of het ander uit te spreken, prefereerde hij persoonlijk non-interventie in het marktmechanisme.³⁹ Hiermee gaf Coase zijn aansporing tot nader onderzoek over de economische effecten van de verschillende vormen van ingrijpen in marktmechanismen – al dan niet onbedoeld – een zekere ideologische lading.

37. Ter onderbouwing kan nog worden gewezen op de volgende opmerking van Coase: “Furthermore, there is no reason to suppose that the restrictive and zoning regulations, made by a fallible administration subject to political pressure and operating without any competitive check, will necessarily always be those which increase the efficiency with which the economic system operates.” Zie Coase 1960, p. 18. Hoewel nog enigszins neutraal gesteld (in het bijzonder vanwege de kwalificatie ‘necessarily’) geven de woordkeuze en de pejoratieve kwalificatie van het overheidsapparaat toch blijk van een zekere (persoonlijke) voorkeur van markt boven overheid.

38. Harcourt 2011, p. 125.

39. In dezelfde zin Harcourt 2011, p. 126: “It is important to emphasize that there was absolutely no good reason, nor any need, to introduce this bias here. (...). This was not a situation where Coase could say: ‘I have looked at all the evidence, and I have discovered that regulation is inefficient.’ (...). So this was a situation, instead, where Coase was essentially saying: ‘We need to do a lot more empirical research because we don’t know much about these complex cases, and, by the way, I really favor the free market.’”

De normatieve claim over marktwerking en de ideologische claim over de superioriteit van marktgedreven oplossingen boven overheidsingrijpen werden door Coase niet als zodanig benoemd. Dit doet de vraag rijzen naar de herkomst van deze opvattingen. Het wezen van de werking van markten bij Coase lijkt terug te gaan op de beroemde ‘invisible hand’ van Smith⁴⁰ terwijl de aanname dat mensen via een marktmechanisme tot een optimaal arrangement kunnen komen lijkt te zijn geënt op het streven naar maximalisatie van eigen genot uit het utilitarisme van Bentham.⁴¹ Zowel Smith als Bentham zijn later binnen de Chicago School als intellectuele voorvaders van de stroming van law & economics aangemerkt, zij het dat er binnen de Chicago School ook grote verschillen van inzicht bestonden in hoe met name de geschriften van Bentham geïnterpreteerd moesten worden.⁴² In meer algemene zin is law & economics wel aangemerkt als een variant op – dan wel een verbijzondering van het utilitarisme: “*Law and economics tries to keep the advantages of utilitarianism – avoiding making controversial judgments – while losing its disadvantages of being unworkable for social decision-making. The transformation occurs by taking utilitarianism’s discussion of ‘fulfilling desires’ and putting it into the context of economic action.*”⁴³ In deze zin zou de Coase Theorem als een kwantificeerbare benadering van het utilitarisme beschouwd kunnen worden. De Coase Theorem lijkt stilzwijgend uit te gaan van een combinatie van de natuurlijk werkende vrije markt van Smith waarin marktpartijen als gevolg van Bentham’s rationeel-utilitaristische afwegingen – elke partij probeert zijn/haar genot tot het hoogst haalbare niveau te maximaliseren – via markttransacties

-
40. Hierover E. Rothschild, ‘Adam Smith and the Invisible Hand’, *American Economic Review* 1994, p. 319-322. In dit stuk betoogt Rothschild overigens dat Smith het gebruik van de metafoer van de invisible hand ironisch had bedoeld en dat zijn betreffende verhandeling niet als een pleidooi voor ongebreidelde marktwerking moest worden begrepen. In dezelfde zin A. Sen in zijn inleiding in A. Smith, *The Theory of Moral Sentiments*, London: Penguin Classics 2010 (1e druk 1759). Een lezing van Smith als pleitbezorger voor de vrije markt werd aangehangen door de invloedrijke University of Chicago-econoom Stigler. Zie G.J. Stigler, ‘The Economist and the State’, *American Economic Review* 1965, p. 1-18. Zie ook Harcourt 2011, p. 109-109 (verwijzend naar Stigler 1965, p. 1-4).
41. Hierover Harcourt 2011, p. 110-120. Een beknopte inleiding in het utilitarisme geeft M.J. Sandel, *Justice: what’s the right thing to do*, London: Penguin Books 2009, p. 34-57.
42. Een invloedrijke voorvechter van de ideeën van Bentham binnen de law & economics-stroming is Posner. Hierover schreef Harcourt: “*Bentham’s central contribution, according to Posner, was twofold: he advanced the psychological theory that individuals seek to maximize pleasure or happiness over pain, and he suggested that all men calculate their welfare. This combination of psychological and cognitive insights led to the theory of rational utility maximization, from which the field of economics has drawn.*” Zie Harcourt 2011, p. 133.
43. B. Bix, *Jurisprudence: Theory and Context*, 3rd edition, Durham (N.C.): Carolina Academic Press 2004, p. 192.

een voor alle partijen optimaal arrangement bewerkstelligen. In zoverre is de Coase Theorem een wetenschappelijke belichaming van een idee van natuurlijke orde.⁴⁴

Met de ideologisch gedreven voorkeur voor marktoplossingen boven overheidsinterventie plaatste Coase zich in de klassiek-liberale traditie waartoe ook onder meer Hayek en – in zekere zin – Friedman (zie §4.2.4 hierna) behoorden. Coase's veronderstelling dat de overheid vanwege een gebrek aan informatie en competitieve prikkels naar alle waarschijnlijkheid niet in staat zou zijn om via regulering of centrale leiding een beter resultaat te genereren dan private markten lijkt in grote lijnen op de argumenten van Hayek in *The Road to Serfdom* teruggevoerd te kunnen worden.⁴⁵ Instemmende verwijzingen elders in de tekst naar artikelen van Stigler⁴⁶ en Knight⁴⁷, beide prominente economen aan de University of Chicago, gecombineerd met buitengewoon harde aanvallen aan het adres van de indertijd gezaghebbende Cambridge-econoom Pigou⁴⁸ geven een verdere indicatie van Coase's ideologische oriëntatie. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de doorwerking van ideologische opvattingen in het werk van Coase zelf beperkt bleef. Uiteindelijk droeg Coase geen ideologische opvatting uit over de verhouding tussen markt en staat, maar moest gedegen empirisch onderzoek de doorslaggevende factor zijn bij beslissingen over overheidsinterventie in marktmechanismen.

4.2.4 Friedman

Bij andere economen uit de Chicago School was de grens tussen normatieve opvattingen en ideologie niet altijd even scherp te trekken. De econoom Friedman is een goed voorbeeld. Zijn belangrijkste wetenschappelijke werk is gelegen op het terrein van de monetaire economie. Net als Hayek publiceerde Friedman ook boeken en artikelen die eerder persoonlijke politieke beschouwingen dan economische wetenschappelijke analyses behelsden. Hierdoor

44. Harcourt 2011, p. 146-147: “*What is so remarkable about the Coase Theorem is that it renders scientific and thereby seemingly unimpeachable the basic idea of natural order. This step is, indeed, brilliant. A crowning achievement. It took two hundred years to transform a quasi-religious conception of natural order into a scientific theory of market efficiency.*”

45. Hayek 1944, p. 45-58.

46. Coase 1960, p. 2 noot 3 (verwijzing naar G.J. Stigler).

47. Ibid, p. 43 (verwijzing naar F.H. Knight).

48. Ibid, p. 28-39, in het bijzonder p. 31 (“*Pigou seems to have had a faulty view of the facts of the situation. But it also seems likely that he was mistaken in his economic analysis.*”) en p. 39 (“*Indeed, Pigou's treatment of the problems considered in this article is extremely elusive and the discussion of his view raises almost insuperable difficulties of interpretation. Consequently, it is impossible to be sure that one has understood what Pigou really meant. Nevertheless, it is difficult to resist the conclusion, extraordinary though this may be in an economist of Pigou's stature, that the main source of this obscurity is that Pigou had not thought his position through.*”).

voorzag Friedman enerzijds zijn economisch werk van een politiek-ideologische achtergrond, terwijl hij anderzijds ook via zijn politieke beschouwingen een breder publiek bereikte voor zijn economisch werk. Ook binnen de University of Chicago was Friedman een invloedrijk persoon die met zijn opvattingen in belangrijke mate gestalte gaf aan het normatief fundament van de Chicago School.⁴⁹

Friedman's meest invloedrijk politiek-economisch werk was het boek *Capitalism and Freedom* dat in 1962 verscheen.⁵⁰ In dit boek zette Friedman zijn visie op de verhouding tussen markt en overheid voor uiteenlopende thema's uiteen. Anders dan Coase, die stelde dat de rol van de overheid in beginsel beperkt zou moeten zijn maar hier meteen aan had toegevoegd dat niet duidelijk was hoe beperkt deze rol precies zou moeten zijn, had Friedman wel een expliciete normatieve visie op wat in algemene zin de rol van de overheid zou moeten zijn: "*The existence of a free market does not of course eliminate the need for government. On the contrary, government is essential both as a forum for determining the 'rules of the game' and as an umpire to interpret and enforce the rules decided on. What the market does is to reduce greatly the range of issues that must be decided through political means, and thereby to minimize the extent to which government need participate directly in the game.*"⁵¹ In de visie van Friedman zou de rol van de overheid dienstbaar moeten zijn aan de markten door zich tot het faciliteren van het vrije marktmechanisme te beperken. Hij pleitte dan ook voor de toepassing van het vrije marktmechanisme op zoveel mogelijk maatschappelijke terreinen, ook waar het ging om klassieke overheidstaken zoals onderwijs en sociale zekerheid. Hoewel Friedman zelf zijn opvattingen – net als Hayek⁵² – blijkens de inleiding van *Capitalism and Freedom* in de klassiek-liberale traditie plaatste,⁵³ worden zijn ideologische opvattingen tegenwoordig eerder tot de stroming van het libertarisme gerekend.⁵⁴

49. Harcourt 2011, p. 131 (onder meer verwijzend naar de memoires van G.J. Stigler, Friedman's tijdgenoot in Chicago en zelf een invloedrijk econoom).

50. M. Friedman, *Capitalism and Freedom*, Fortieth Anniversary Edition, Chicago: University of Chicago Press 2002 (1e druk 1962).

51. Friedman 1962, p. 15.

52. Hayek 1960, p. 519-533.

53. Ibid, p. 5-6: "*It is extremely convenient to have a label for the political and economic viewpoint elaborated in this book. The rightful and proper label is liberalism. (...) As it developed in the late eighteenth and early nineteenth centuries, the intellectual movement that went under the name of liberalism emphasized freedom as the ultimate goal and the individual as the ultimate entity in society. (...) Partly because of my reluctance to surrender the term to proponents of measures that would destroy liberty, partly because I cannot find a better alternative, I shall resolve these difficulties by using the word liberalism in its original sense – as the doctrines pertaining to a free man.*"

54. In deze zin Sandel 2009, p. 61.

Bij de bovenstaande observatie moet wel worden opgemerkt dat de opvattingen van Friedman en Hayek zich binnen het libertarisme aan de behoudende zijde van het ideologisch spectrum binnen deze stroming bevonden. Zo speelt het concept van de ‘*rule of law*’, waarvan de waarborging bij uitstek een overheidstaak is, een centrale rol in het grote werk van Hayek op dit terrein, het boek ‘*The Constitution of Liberty*’ uit 1960.⁵⁵ Ook in de opvattingen van Friedman was voor de democratische staat een belangrijke rol voorzien. In zoverre gingen de opvattingen van Hayek en Friedman over de rol van de staat beduidend minder ver dan bijvoorbeeld het vroege werk van Nozick⁵⁶ en al helemaal minder ver dan het anarcho-kapitalisme van Rothbard.⁵⁷ Ook waren de ideeën over het individu in het ‘klassieke’ libertarisme van Friedman en Hayek pragmatischer en daarmee minder radicaal dan bijvoorbeeld het objectivisme van Rand met haar morele theorie van ‘*rational self interest*’.⁵⁸ Dat Friedman en Hayek zichzelf eerder beschouwden als een verlengstuk van het klassieke liberalisme in plaats van exponenten van het pure libertarisme was derhalve alleszins verklaarbaar en in zekere zin ook terecht.⁵⁹

Over de werking van markten lijkt Friedman dezelfde normatieve uitgangspunten als Coase te hebben aangehangen, namelijk de natuurlijke werking van markten van Smith en het idee van het nastreven van het rationele eigenbelang door marktparticipanten van Bentham. Dit wordt onder meer duidelijk in een passage van Friedman over de maatschappelijke rol van het bedrijfsleven: “*The view has been gaining widespread acceptance that corporate officials and labor leaders have a ‘social responsibility’ that goes beyond serving the interest of their stockholders or their members. This view shows a fundamental misconception of the character and nature of a free economy. In such an economy, there is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition, without deception or fraud. (...) It is the responsibility of the rest of us to establish a framework of law such that an individual pursuing his own interest is, to quote Adam Smith again, ‘led by an invisible hand to promote an end*

55. Hayek 1960, p. 199-366. Hayek zou deze politieke opvattingen later van een filosofisch fundament voorzien in zijn boek *Rules and Order*. Zie F.A. Hayek, *Rules and Order*, London: Routledge & Kegan Paul 1973, opgenomen in F.A. Hayek, *Law, Legislation and Liberty: a new statement of the liberal principles of justice and political economy*, London: Routledge & Kegan Paul 1982.

56. R. Nozick, *Anarchy, State and Utopia*, New York: Basic Books 1974.

57. M.N. Rothbard, *Man, Economy and State: a treatise on economic principles*, Auburn: Ludwig von Mises Institute 1993 (1e druk 1962).

58. A. Rand, *Atlas Shrugged*, 50th Anniversary Edition, London: Signet / Penguin Books 2007 (1e druk 1957).

59. In deze zin ook E. Fawcett, *Liberalism: the life of an idea*, Princeton: Princeton University Press 2014, p. 327-331 (Hayek) en p. 373-378 (Friedman).

*which was no part of his intention. (...) 'Few trends could so thoroughly undermine the very foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible. This is a fundamentally subversive doctrine.'*⁶⁰

Friedman's opvatting over de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen zou later ook in de publieke opinie een belangrijke rol gaan spelen.⁶¹

4.3 De verwetenschappelijking van 'finance' en de Efficient Market Hypothesis

4.3.1 *Positive Economics*

Naast de monetaire economie en politieke theorie was er nog een derde wetenschapsgebied waarop het werk van Friedman van grote invloed is geweest, te weten de methodologie van de economische wetenschap. Zijn essay 'The Methodology of Positive Economics'⁶² uit 1953 en latere daarop gebaseerde geschriften zouden van belangrijke invloed blijken voor de wijze van wetenschapsbeoefening in de economie.⁶³ Friedman's opvattingen over methode in de economische wetenschap markeerden een breuk met de indertijd dominante praktijk waarin de algemene economie vooral als normatieve wetenschap werd beoefend en economische theorievorming vooral tot stand werd gebracht op basis van tekstuele argumenten en logische redeneringen. Illustratief voor de toenmalige praktijk is *The General Theory of Employment, Interest and Money*, het standaardwerk van Keynes.⁶⁴ De argumenten die Keynes in dit boek aan zijn economische theorieën ten grondslag legde waren in hoofdzaak niet kwantitatief, maar vooral verhalend van aard. Ook maakte Keynes in zijn verhandelingen – op de hoofdstukken in Book V over '*Money, Wages and Prices*'⁶⁵ na – slechts spaarzaam gebruik van wiskundige formules om zijn theorieën modelmatig weer te geven. In beide gevallen berustte de methode van Keynes op een bewuste keuze. Zoals zijn biograaf Skidelsky later uiteen zou zetten, was Keynes sceptisch over het nut van econometrisch onderzoek (hier begrepen in de

60. Friedman 1962, p. 133.

61. Zie onder meer Stout 2012, p. 18 en p. 34 en noten 18 en 57, verwijzend naar een ingezonden stuk van Friedman in de New York Times van 13 september 1970 getiteld 'The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits'.

62. M. Friedman, 'The Methodology of Positive Economics', in M. Friedman (ed.), *Essays In Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press 1962 (1e druk 1953), p. 3-43.

63. In deze zin Fox 2009, p. 75-76: "This essay became a landmark, the most famous of several similar manifestos produced by mathematically inclined young economists in those days. These papers marked the definitive dismissal from the economic mainstream of the institutionalists and their skepticism of theory."

64. J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt 1964 (1e druk 1936).

65. Ibid, p. 257-309 (hoofdstukken 19-21).

HOOFDSTUK 4

toenmalige zin van het met behulp van statistische technieken vaststellen van relaties tussen verschillende variabelen), met name omdat dergelijk kwantitatief onderzoek onvoldoende recht zou doen aan de weerbarstige en onzekere realiteit.⁶⁶ Ook geloofde Keynes volgens Skidelsky niet in het reduceren van complexe relaties tot modelmatige weergaven omdat de modellen door gebruik van onrealistische assumpties of simplificaties te ver van de werkelijkheid af stonden. Skidelsky beschreef de houding van Keynes op dit punt als volgt: “*Like any other economist, Keynes used models, but he rejected the ideal-type approach to model-building. Economic theorizing should study the world as it was, not invent a perfect world.*”⁶⁷

Voor Friedman vormde deze stand van de methodologie in de economische wetenschap een onbevredigende situatie. Volgens hem leidde het relatief losse methodologische fundament van de economische wetenschap tot een ongewenste vermenging van ‘positieve’ (d.w.z. feitelijke) observaties met normatieve opvattingen: “*Laymen and experts alike are inevitably tempted to shape positive conclusions to fit strongly held normative preconceptions and to reject positive conclusions if their normative implications – or what are said to be their normative implications – are unpalatable.*”⁶⁸ Hij stond een meer ‘wetenschappelijke’ methode voor waarbij in plaats van subjectieve observaties juist gebruik zou worden gemaakt van data-analyse met behulp van statistische technieken. Het doel van de economische wetenschap bestond voor Friedman vooral in theorievorming. Uit de feitelijke observaties uit het verleden of heden over een bepaald economisch verschijnsel zou telkens de achterliggende theorie moeten worden afgeleid aan de hand waarvan vervolgens weer betrouwbare voorspellingen over toekomstige ontwikkelingen gedaan zouden kunnen worden.

Bij het formuleren van zijn methode ging Friedman er kennelijk impliciet van uit dat (i) achter elk verschijnsel een verklarende theorie schuilging en dat (ii) dergelijke theorieën in wezen dezelfde kenmerken vertoonden als de natuurwetten uit de ‘harde’ wetenschappen, zoals de natuurkunde en de wiskunde. Hij beoogde als het ware om uit historische gegevens over schaakpartijen de regels van het schaakspel te destilleren om vervolgens voorspellingen te kunnen doen over het verloop van toekomstige partijen. Dit is alleen mogelijk wanneer, zoals bij het schaakspel het geval is, aan de observeerbare gebeurtenissen een consistente en logische set regels ten grondslag ligt. Als de stukken volmaakt willekeurig over het bord bewegen en ook het bord zelf een willekeurige vorm aanneemt, vallen er immers weinig regels te ontwaren. Friedman’s

66. R. Skidelsky, *Keynes: the return of the master*, London: Penguin Books 2010 (1e druk 2009), p. 81-82.

67. *Ibid.*, p. 81.

68. Friedman 1953, p. 4.

benadering van de methodologie moet daarom impliciet van de veronderstelling zijn uitgegaan dat het economisch menselijk leven uiteindelijk door een set kenbare en relatief statische regels werd beheerst. Friedman stelde zijn onderzoeksgebied als volgt voor: *“Positive economics is in principle independent of any particular ethical position or normative judgments. (...) Its task is to provide a system of generalizations that can be used to make correct predictions about the consequences of any change in circumstances. Its performance is to be judged by precision, scope, and conformity with experience of the predictions it yields. In short, positive economics is, or can be, an ‘objective’ science in precisely the same sense as any of the physical sciences.”*⁶⁹ Friedman betrok nadrukkelijk theorievorming in zijn conceptie van de positieve economische wetenschap: *“The ultimate goal of a positive science is the development of a ‘theory’, or ‘hypothesis’ that yields valid and meaningful (i.e. not truistic) predictions about phenomena not yet observed.”*⁷⁰

Friedman erkende wel dat er in de vergelijking met de wis- en natuurkunde bij het economisch onderzoek complicaties optraden bij het formuleren van hypothesen en testen van de geldigheid ervan tegen data of andere feitelijke observaties (in de economie zijn immers geen gecontroleerde experimenten mogelijk).⁷¹ De oplossing voor deze problemen was voor Friedman gelegen in zorgvuldigheid: *“The necessity of relying on uncontrolled experience rather than on controlled experiment makes it difficult to produce dramatic and clear-cut evidence to justify the acceptance of tentative hypotheses. Reliance on uncontrolled experience does not affect the fundamental methodological principle that a hypothesis can be tested only by the conformity of its implications or predictions with observable phenomena, but it does render the task of testing hypotheses more difficult and gives greater scope for confusion about the methodological principles involved. More than other scientists, social scientists need to be self-conscious about their methodology.”*⁷²

Bij het vertalen van de economie naar een ‘harde’ wetenschap wat betreft methode bracht Friedman twee noemenswaardige nuances aan. Ten eerste hanteerde hij een niet al te absolute test voor de tentatieve aanvaardbaarheid van hypothesen: *“[T]he only relevant test of the validity of a hypothesis is comparison of its predictions with experience. The hypothesis is rejected if its predictions are contradicted (‘frequently’ or more often than predictions from an alternative hypothesis); it is accepted if its predictions are not contradicted; great confidence is attached to it if it has survived many opportunities for contradiction.”*⁷³ Deze test vertoont een sterke gelijkenis met het concept van

69. Ibid.

70. Ibid, p. 7.

71. Ibid, p. 10-14.

72. Ibid, p. 40.

73. Ibid, p. 9.

HOOFDSTUK 4

falsificatie zoals ontwikkeld door Popper,⁷⁴ maar is in feite minder rigide. Hoewel Friedman in lijn met Popper accepteerde dat de geldigheid van een hypothese nooit volledig bewezen kon worden, was voor het verwerpen ervan anders dan bij Popper een enkele afwijkende observatie voor Friedman niet voldoende. Vereist was dat de door de hypothese ingegeven voorspellingen ‘frequently’ niet aan de werkelijkheid beantwoordden of althans dat deze voorspellingen vaker niet met feitelijke observaties overeenkwamen dan voorspellingen die door een alternatieve hypothese werden gegenereerd. Deze passage zou ook zo gelezen kunnen worden dat een oude hypothese/theorie pas definitief verworpen dient te worden wanneer een nieuwe, betere, hypothese/theorie is gevonden waarvan de voorspellingen beter met de werkelijkheid overeenstemmen. Deze benadering onderstreept het belang van theorievorming bij Friedman: een opgebouwde theorie moet niet te snel worden afgebroken.

De tweede door Friedman aangebrachte nuance betrof het gebruik van assumpties bij het formuleren van hypothesen. Op dit punt ging Friedman tegen Keynes en vele andere economen in door te stellen dat hypothesen niet slechts op met de werkelijkheid overeenkomende assumpties mochten berusten. Friedman betoogde juist het tegenovergestelde: om tot een deugdelijke abstractie te komen moest een hypothese juist op assumpties berusten die *niet* met de werkelijkheid overeenkwamen: “*A hypothesis is important if it ‘explains’ much by little, that is, if it abstracts the common and crucial elements from the mass of complex and detailed circumstances surrounding the phenomena to be explained and permits valid predictions on the basis of them alone. To be important, therefore, a hypothesis must be descriptively false in its assumptions; it takes account of, and accounts for, none of the many other attendant circumstances, since its very success shows them to be irrelevant for the phenomena to be explained. To put this point less paradoxically, the relevant question to ask about the ‘assumptions’ of a theory is not whether they are descriptively ‘realistic’, for they never are, but whether they are sufficiently good approximations for the purpose in hand. And this question can be answered only by seeing whether the theory works, which means whether it yields sufficiently accurate predictions.*”⁷⁵

Aan het slot van zijn essay vatte Friedman zijn positie over het gebruik van assumpties in de economische methodologie als volgt samen: “*It is frequently convenient to present such a hypothesis by stating that the phenomena it is desired to predict behave in the world of observation as if they occurred in a*

74. Popper zelf had reeds eerder in een serie artikelen in de jaren '30 en '40 – later uitgewerkt tot het boek *The Poverty of Historicism* betoogd dat in zijn visie een ‘unity of method’ zou (moeten) bestaan tussen de natuurwetenschappen en de sociale wetenschappen. Zie K.R. Popper, *The Poverty of Historicism*, London: Routledge 2002 (1e druk 1957), p. 120-131.

75. Friedman 1953, p. 14-15.

*hypothetical and highly simplified world containing only the forces that the hypothesis asserts to be important.*⁷⁶ Hiermee gaf Friedman impliciet een aansporing tot het ontwikkelen van economische modellen met een beperkt aantal variabelen waarbij de overige factoren als een constante – als het ware een *ceteris paribus* assumptie – worden voorgesteld. Bij het bepalen welke variabelen in een bepaald model relevant waren en welke als constante konden worden ‘weggeassumeerd’ konden statistische technieken een belangrijke rol spelen, terwijl voor het weergeven van onderlinge interacties tussen variabelen met name op concepten uit de wiskunde en econometrie kon worden teruggevallen. Zo kon de economie worden voorzien van een zelfde ‘*rigor*’ als de harde natuurwetenschappen. Hiermee leverden Friedman en de economen die in zijn voetspoor volgden een belangrijke bijdrage aan de verdere ontwikkeling van de economie als kwantitatief-wetenschappelijk vakgebied.⁷⁷

4.3.2 Arrow/Debreu en Fama

In de jaren '50 en '60 werden vanuit verschillende wetenschapsrichtingen belangrijke stappen gezet in de ontwikkeling van wetenschappelijke theorieën over de werking van markten. In 1952 presenteerden econometristen Arrow en Debreu een geïntegreerd wiskundig model voor een efficiënt werkende markt van productie, handel en consumptie.⁷⁸ Dit artikel, dat voortbouwde op eerder werk van wiskundigen Walras en Wald, bevatte een wiskundig model voor een (hypothetische) markt waarin productie en consumptie via handel als vanzelf naar een optimaal, dat wil zeggen Pareto-efficiënt,⁷⁹ evenwicht (*‘competitive equilibrium’*) bewogen. Het model van Arrow en Debreu vormde een wiskundige weergave van het marktmechanisme van de ‘invisible hand’ van Smith, waarmee de mogelijkheid van een dergelijke perfecte markt wiskundig kon

76. Ibid, p. 40 (onderstreping in origineel weergegeven als cursief).

77. Op deze plaats dient ook te worden gewezen op Samuelson die in zijn standaardwerk *Foundations of Economic Analysis* reeds de economische wetenschap als een vorm van toegepaste wiskunde had voorgesteld. Zie P.A. Samuelson, *Foundations of Economic Analysis*, enlarged edition, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 1983 (1e druk 1947). Illustratief voor de invloed van dit boek is de volgende uitspraak van de Amerikaanse hoogleraar economie R.E. Lucas (University of Chicago): “I loved the ‘Foundations’ (...). Like so many in my cohort, I internalized its view that if I couldn’t formulate a problem in economic theory mathematically, I didn’t know what I was doing. I came to the position that mathematical analysis is not one of many ways of doing economic theory, it is the only way. Economic theory is mathematical analysis. Everything else is just pictures and talk.” Zie Cassidy 2009, p. 98.

78. K.J. Arrow & G. Debreu, ‘Existence of an equilibrium for a competitive economy’, *Econometrica* 1954, p. 265-290. Blijkens noot 1 is dit artikel in conceptvorm reeds door de auteurs gepresenteerd in een vergadering van de Econometric Society op 27 december 1952. Bij verdere verwijzingen is het jaartal van publicatie (1954) aangehouden.

79. Arrow en Debreu beschreven deze optimale staat als “no redistribution of goods or productive resources can improve the position of one individual without making at least one other individual worse off”. Zie Arrow/Debreu 1954, p. 265.

worden bewezen.⁸⁰ Het Arrow-Debreu model was evenwel gebaseerd op een set uitzonderlijke assumpties voor de drijfveren van het gedrag van producten en consumenten. Aangenomen werd dat beide groepen hun keuzes louter op zuiver utilitaristische afwegingen zouden baseren.⁸¹ Anders gezegd: in het Arrow-Debreu model werd het rationeel-economisch gedrag van de individuele actoren in bepaalde zin als gegeven beschouwd. Ook bevatte het Arrow-Debreu model een aantal specifieke voorwaarden waaraan een markt moest voldoen om via marktwerking een ‘competitive equilibrium’ te bereiken. Nog afgezien van de assumpties – in de methodologie van Friedman was het realiteitsgehalte daarvan immers irrelevant – waren de voorwaarden dermate onrealistisch dat het Arrow-Debreu model van weinig beschrijvende waarde was over hoe markten in de praktijk werkten. Desondanks heeft de strekking van het Arrow-Debreu model, het idee dat een markt via het prijsmechanisme van vraag en aanbod naar een efficiënt evenwicht beweegt, zich stevig in de algemene perceptie over marktwerking verankerend.⁸²

Een volgende stap betrof de vernieuwende inzichten uit statistisch onderzoek naar de prijsvorming op financiële markten aan de hand waarvan Fama de ‘*Efficient Market Hypothesis*’ (EMH) formuleerde.⁸³ Uit statistisch onderzoek van marktprijzen van beurs aandelen was het beeld ontstaan dat (i) veranderingen in beurskoersen een willekeurig patroon volgden in die zin dat veranderingen in de prijs van een bepaald aandeel zich onafhankelijk van elkaar bewogen (de zogeheten ‘*random walk*’); en (ii) dat de individuele prijsstijgingen – of dalingen het patroon van een normale verdeling (‘*normal distribution*’) ten

80. Fox 2009, p. 78.

81. Arrow/Debreu 1954, p. 268 (“*Under the usual assumptions of perfect competition, the economic motivation for production is the maximization of profits taking prices as given.*”) en p.270 (“*The basic economic motivation in the choice of a consumption vector is that of maximizing utility among all consumption vectors which would satisfy the budget restraint, i.e. whose cost at market prices does not exceed the individual’s income.*”)

82. Een prominente tegenstander van het idee dat een markt via prijsvorming naar een ‘competitive equilibrium’ toe beweegt was Schumpeter (zonder dit overigens zelf expliciet te benoemen). In de visie van Schumpeter kwam het competitief element van markten niet zozeer van binnenuit, maar van buitenaf, bijvoorbeeld via innovatie en het proces wat hij ‘*creative destruction*’ noemde. Zie J.A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, London: Routledge 2010 (1e druk 1943), p. 55-106, bijvoorbeeld p. 59: “*Thus, there are prolonged periods of rising and falling prices, interest rates, employment and so on, which phenomena constitute parts of the mechanism of this process of recurrent rejuvenation of the productive apparatus.*” Zie voorts in deze zin de inleiding van J.E. Stiglitz bij de heruitgave uit 2010 (p. ix) met expliciete verwijzing naar de tegenstelling tussen Schumpeter enerzijds en het werk van Walras en Arrow en Debreu anderzijds.

83. De Efficient Market Hypothesis is in de tweede helft van de jaren ’60 uitgewerkt in een serie publicaties van Fama en andere wetenschappers. In 1970 verscheen een overzichtartikel van Fama dat tegenwoordig als het standaardwerk voor de formulering van de EMH wordt aangemerkt. Zie E.F. Fama, ‘Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work’, *Journal of Finance* 1970, p. 383-417.

opzichte van de eerdere prijs volgden. Wat dit wil zeggen, is dat het statistisch gezien niet mogelijk bleek om op basis van de beurskoers van vandaag, al dan niet in combinatie met data over het koersverloop uit het verleden, met zekerheid te voorspellen of de prijs van het aandeel de dag erna zou stijgen of dalen (prijsbewegingen zijn immers geheel willekeurig), maar dat wel statistisch aannemelijk was dat de prijsschommeling ten opzichte van de koers van vandaag beperkt zou blijven. Fama formuleerde op basis van deze combinatie van bevindingen de hypothese dat kapitaalmarkten ‘efficiënt’ werkten in die zin dat de beurskoers een zo goed mogelijke benadering vormde van de intrinsieke waarde van het onderliggende effect en dat de willekeurige koersschommelingen rond de gemiddelde beurskoers een logisch gevolg waren van kopers en verkopers die op basis van verschillende opvattingen over deze intrinsieke waarde – althans, binnen een beperkte bandbreedte – transacties in het bewuste effect verrichtten. Deze voorstelling gaat alleen op indien aangenomen kan worden dat de beurskoers van een bepaald effect bij benadering inderdaad een weergave vormt van de intrinsieke waarde van het effect. Hiervoor is weer vereist dat alle beschikbare informatie over de waarde van het effect in zekere zin in de beurskoers is ‘verwerkt’. Dit uitgangspunt is in feite de kern van de Efficient Market Hypothesis.

Fama verwoordde het uitgangspunt van zijn hypothese van een efficiënte kapitaalmarkt als volgt: *“The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy’s capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation; that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of the firms’ activities under the assumption that security prices at any time ‘fully reflect’ all available information. A market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient.’”*⁸⁴ Om de hypothese empirisch te kunnen toetsen, werkte Fama (in navolging van zijn collega Roberts) de EMH in drie subvarianten uit: de ‘*weak form*’ hypothese (toekomstige koersveranderingen kunnen niet aan de hand van historische koersdata worden voorspeld), de ‘*semi-strong form*’ hypothese (een beurskoers geeft een weergave van alle publiekelijk beschikbare informatie van het effect, zoals informatie uit jaarverslagen en persberichten) en de ‘*strong form*’ hypothese (de beurskoers vormt ook een weergave van niet-publiekelijk beschikbare informatie).⁸⁵ In lijn met de methodologie van Friedman testten Fama en andere wetenschappers vervolgens in hoeverre de voorspelde uitkomsten van de verschillende subhypothesen van de EMH overeenkwamen met data uit empirisch onderzoek. Op basis van deze studies concludeerde Fama dat er geen belangrijk bewijs was gevonden tegen de ‘*weak form*’ en ‘*semi-strong form*’ van de EMH en dat er slechts beperkt tegenbewijs

84. Fama 1970, p. 383.

85. Ibid.

tegen de ‘strong form’ van de EMH was gevonden.⁸⁶ Hij constateerde: “*In short, the evidence in support of the efficient markets model is extensive, and (some-what uniquely in economics) contradictory evidence is sparse.*”⁸⁷

Met hun statistisch en empirisch werk rond de Efficient Market Hypothesis legden Fama en andere wetenschappers op het gebied van ‘finance’ een belangrijk fundament onder de verdere ontwikkeling in normatieve opvattingen over de werking van – en prijsvorming in – kapitaalmarkten. Voor de niet ingevoerde toeschouwer was met het werk van Fama wetenschappelijk bewezen dat een op de beurs tot stand gekomen prijs van bijvoorbeeld een aandeel een weergave vormde van alle beschikbare informatie, daarmee de intrinsieke waarde van het betreffende aandeel weergaf en daarmee dus ook in wezen de enige juiste prijs was. Het idee dat de beurskoers van een bepaald aandeel als resultante van aan- en verkooptransacties van een groot aantal marktparticipanten een nauwkeurige benadering geeft van de waarde die al deze participanten op basis van de voor hen beschikbare informatie over de achterliggende beursonderneming gemiddeld aan het aandeel toekennen had (en heeft) ook op intuïtief niveau een zekere aantrekkingskracht. Dit gold te meer nu de EMH ook opgeld leek te doen voor nieuwe informatie. Uit empirisch onderzoek was gebleken dat beurskoersen zich ook relatief snel aanpassen aan nieuwe informatie over de betreffende aandelen,⁸⁸ een bevinding die mogelijk de indruk heeft gewekt dat bij de aanpassing van beurskoersen aan nieuwe informatie ook een vorm van een natuurlijk evenwicht (zoals in een Arrow-Debreu model) aan het werk was. Het idee van de efficiënt werkende markt gebaseerd op het ‘random walk’ model werd kort daarna ook voor een breder publiek verkondigd en gepopulariseerd in het bekende populairwetenschappelijk boek *A Random Walk Down Wall Street* van Princeton-econoom Malkiel dat in 1973 verscheen.⁸⁹ De invloed van het concept van de Efficient Market Hypothesis en de implicatie ervan dat een marktprijs in beginsel ‘juist’ is bleef dus niet tot de economische wetenschap beperkt.

Toch bevatte het werk van Fama een aantal wezenlijke caveats. Zo tekende Fama op dat de juistheid van de uitgangspunten van willekeurige prijsbewegingen en de normale verdeling van prijsschommelingen – beide bouwstenen voor de EMH – niet onomstotelijk vaststond.⁹⁰ Met name op het punt van de variatie van

86. Ibid, p. 388.

87. Ibid, p. 416.

88. E.F. Fama, L. Fisher, M.C. Jensen & R. Roll, ‘The Adjustment of Stock Prices to New Information’, *International Economic Review* 1969, p. 1-21, tevens te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>. In het onderzoek van Fama et al. ging het om reacties van de beurskoersen op aankondigingen van splitsingen van aandelen (‘stock splits’) van Amerikaanse beursondernemingen.

89. B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W.W. Norton 1973.

90. Fama 1970, p. 391-400.

prijsbewegingen wees Fama op een aantal studies – waaronder van hemzelf en van zijn promotor Mandelbrot⁹¹ – waaruit bleek dat prijsbewegingen juist een niet-normale verdeling volgden. Hij voegde hier nog wel aan toe dat deze bevindingen binnen de economische wetenschap nog niet algemeen waren geaccepteerd omdat economen nog niet met de ingewikkelde statistische methoden voor niet-normale verdelingen uit de voeten konden.⁹² Deze nuances gingen evenwel verloren in de stelligheid waarmee Fama zijn conclusies op basis van empirisch onderzoek verwoordde. In zekere zin kon het empirisch werk over de EMH zelfs worden gekwalificeerd als validatie van het ‘random walk’ model en de normale verdeling van prijsbewegingen: de uitkomsten van de EMH waren immers consistent met de data. Hiermee voldeed de EMH, althans de ‘weak form’ en de ‘semi-strong form’ varianten ervan, aan de methodologische lakmoesproef in de door Friedman voorgestelde benadering van ‘positive economics’. Dit maakte de EMH en indirect het fundament waarop de EMH was gebaseerd tot een bruikbare basis voor verdere theorievorming en toepassingen in de praktijk.

4.3.3 *Verdere ontwikkeling in finance en econometrie*

De verdere theorievorming vond met name in de jaren '70 en '80 plaats. Gebruik makend van voortschrijdende technieken uit de wiskunde en de statistiek bouwden economische wetenschappers steeds complexere modellen en ontwierpen zij steeds meer geavanceerde methoden om deze modellen te testen. Veel van deze modellen gingen uit van een top-down benadering waarin aan de hand van macro-economische factoren (bijvoorbeeld monetair beleid) een bruikbare benadering van de werking van een economie als geheel kan worden verkregen. Hiervoor is wel vereist dat alle micro-economische actoren (bijvoorbeeld

91. In een serie artikelen in de jaren '60 bestreed Mandelbrot zowel de aanname van het ‘Random Walk’ model als ook de aanname van de normale verdeling. In zijn visie bewogen marktprijzen zich niet willekeurig, maar volgden zij eerder een patroon dat leek te zijn ingegeven door zogeheten ‘power laws’. Tevens vertoonde de data van historische prijsontwikkelingen volgens Mandelbrot teveel ‘outliers’ om de aanname van een normale verdeling te kunnen rechtvaardigen. Ook hier zorgden de ‘power laws’ voor een niet-normale verdeling, die in de jaren '80 door Mandelbrot in de fractale geometrie tot de ‘Mandelbrotverdeling’ zou worden uitgewerkt. Na deze serie artikelen trok wiskundige Mandelbrot zich terug uit het wetenschapsgebied van finance om er pas in 2004 met een autobiografisch getinte beschouwing terug te keren. Zie B.B. Mandelbrot & R.L. Hudson, *The (Mis)Behaviour of Markets: a fractal view of risk, ruin and reward*, London: Profile Books 2008 (1e druk 2004), in het bijzonder p. 7-16, en p. 79-107.

92. Fama 1970, p. 399-400: “Economist have, however, been reluctant to accept these results, primarily because of the wealth of statistical techniques available for dealing with normal variables and the relative paucity of such techniques for non-normal stable variables.”

kopers en verkopers op kapitaalmarkten) in het gegeven model op macro-economisch rationele wijze handelen,⁹³ althans dat het gedrag van de individuele micro-economische actoren kan worden gegeneraliseerd naar een macro-economisch effect. Zo hadden Arrow en Debreu bij de formulering van hun model voor een ‘competitive equilibrium’ (macro-economie) de assumptie opgenomen dat het gedrag van de individuele actoren in het model (consumenten en producenten, micro-economie) door louter utilitaristische drijfveren werd geleid. De assumpties ten aanzien van het gedrag van individuele actoren in macro-economische modellen zouden in de jaren erna in de econometrie nog verder worden uitgewerkt, nota bene via wiskundige benaderingen. Een voorbeeld is de ‘rational expectations hypothesis’ zoals begin jaren ‘60 ontwikkeld door Muth⁹⁴ en daarna verfijnd en uitgebouwd door Lucas.⁹⁵ Deze hypothese bestond erin dat individuele actoren hun gedrag door volmaakt rationele toekomstverwachtingen lieten leiden. Hoewel deze aanname niet met de werkelijkheid overeenkwam, werd de ‘rational expectations hypothesis’ volop gebruikt als bouwsteen in latere econometrische modellen.⁹⁶ In algemene zin bekliefde de voorstelling van de individuele actor in een economisch model als de ‘*homo economicus*’: een volstrekt rationeel wezen, gedreven door zuiver economisch rationele motieven, voorzien van alle informatie en behept met een volledig rationeel verstand.⁹⁷ Deze voorstelling van rationele actoren zou ook nadrukkelijk als uitgangspunt in de law & economics-literatuur doorwerken.⁹⁸

-
93. Een illustratie van de tegenstelling tussen macro-economisch rationeel handelen en micro-economisch rationeel handelen is de zogeheten ‘*paradox of thrift*’ zoals gepopulariseerd door Keynes en reeds in 1714 verwoord door Mandeville in *The Fable of the Bees*. Kort gezegd komt de paradox erop neer dat het in tijden van recessie of depressie voor individuele huishoudens op micro-economisch niveau wellicht een rationele keuze lijkt om meer te gaan sparen, maar dat deze toename van spaargelden op microniveau er juist voor kan zorgen dat de economie op macroniveau verder in het slop raakt (minder groei en minder consumptie), waardoor vervolgens de totale hoeveelheid spaargelden in de economie weer in waarde afneemt. Zie Keynes 1936, p. 358-371.
94. J.F. Muth, ‘Rational Expectations and the Theory of Price Movements’, *Econometrica* 1961, p. 315-335.
95. Te beginnen bij R.E. Lucas, ‘Expectations and the Neutrality of Money’, *Journal of Economic Theory* 1972, p. 103-124.
96. In deze zin Cassidy 2009, p. 100 (tevens verwijzend naar Friedman 1953, p. 15).
97. Vergelijk de volgende terugblik op deze periode van gedragseconoom R.H. Thaler, ‘From Homo Economicus To Homo Sapiens’, *Journal of Economic Perspectives* 2000, p. 133-141, in het bijzonder p. 134: “Eventually, the models came to include agents that detractors called ‘hyperrational’. The aesthetic in the field became that if the agents in Model A were smarter than the agents in Model B, then Model A is better than Model B. The IQ of Homo Economicus became bounded only by the IQ of the smartest economic theorist!”
98. Bijvoorbeeld R.A. Posner, *The Problem of Jurisprudence*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 1990, p. 353: “The basic assumption of economics that guides the economic analysis of law that I shall be presenting is that people are rational maximizers of their satisfactions – all people (with the exception of small children and the profoundly retarded) in all of their activities (except when under the influence of psychosis or similarly deranged through drug or alcohol abuse) that involve choice.”

4.4 Law & economics en corporate governance: de Market for Corporate Control en de Agency Theory

4.4.1 *Finance en corporate governance*

Een natuurlijk domein voor de toepassing van law & economics-benaderingen was (en is) het ondernemingsrecht. Ondernemingen nemen als bundeling van productiemiddelen een bijzondere plaats in het productieproces in de reële economie in. Voor de wijze waarop het ondernemingsgewijze productieproces plaatsvindt is onder meer de interne inrichting van de onderneming van belang. Het ondernemingsrecht is op zijn beurt weer een relevante factor voor deze interne inrichting van de onderneming in die zin dat het een juridisch kader geeft waarbinnen de vorm en de interne inrichting van een onderneming kunnen worden bepaald. Reeds voor het ontstaan van de law & economics-beweging hadden economen, waaronder Coase zelf in een baanbrekend artikel uit 1937,⁹⁹ het verschijnsel van de onderneming in een economisch perspectief geanalyseerd. In zoverre lag een economische analyse van het ondernemingsrecht in het logische verlengde hiervan.

Bij de invulling van deze economische analyse werd voor beursondernemingen een opmerkelijke stap gezet. Beursondernemingen – in de Verenigde Staten historisch gezien veel talrijker in aantal dan bijvoorbeeld in Nederland – opereren niet alleen in de reële economie, maar ook in de financiële economie van de kapitaalmarkten. In beperkte zin betekent dit dat de financieringsfunctie ten behoeve van de onderneming via een staande kapitaalmarkt is georganiseerd. De opmerkelijke stap bestond erin dat economen met behulp van de inzichten over de werking van kapitaalmarkten een bredere betekenis van de blootstelling van beursondernemingen aan de financiële markt formuleerden. De Efficient Market Hypothesis werd impliciet een bouwsteen voor de economische analyse van de beursonderneming, waardoor het mogelijk werd om bredere implicaties te verbinden aan de invloed van financiële markten op de interne verhoudingen bij beursondernemingen. De plaats van de hypothetische perfecte markt zonder transactiekosten in de Coase Theorem werd als het ware opgevuld met de efficiënt werkende kapitaalmarkt van Fama. Deze stap stond in feite aan de basis van de ontwikkeling van de rechtseconomische analyse van het fenomeen corporate governance.

4.4.2 *Manne*

De eerste relevante rechtseconomische toepassing van de werking van kapitaalmarkten op de economische analyse van ondernemingen was het concept van de ‘*market for corporate control*’ zoals geformuleerd in een artikel van de

99. R.H. Coase, ‘The Nature of the Firm’, *Economica* 1937, p. 386-405.

HOOFDSTUK 4

Amerikaanse jurist Manne uit 1965.¹⁰⁰ Manne onderzocht de economische ratio voor fusies en overnames. Als alternatief voor het gangbare perspectief, waarin de economische ratio van overnames vooral in zaken als schaalgrootte en marktaandeel werden gezocht terwijl de economische effecten ervan hoofdzakelijk vanuit de invalshoek van de mededinging ('*antitrust*') werden geanalyseerd, schetste Manne een analytisch kader met de kapitaalmarkt als uitgangspunt. Hij stelde dat zeggenschap over een onderneming ('*corporate control*') ook op zichzelf – dus los van bijvoorbeeld schaalvoordelen – economisch gezien een waardevol goed was. Op zichzelf was deze observatie niet nieuw: het door Manne aangehaalde standaardwerk van Berle en Means uit 1932 had reeds uiteengezet dat eigendom van de aandelen van een onderneming niet gelijk stond aan zeggenschap over de betreffende onderneming.¹⁰¹ De bijdrage van Manne bestond erin dat hij het verkrijgen van zeggenschap over ondernemingen als zodanig aanmerkte als de drijvende kracht voor fusies en overnames, een dynamiek die hij aanduidde met de '*market for corporate control*'.¹⁰² Hiermee gaf Manne een geheel nieuwe interpretatie aan de werking van de overnamemarkt.

Een fusie of overname zou zich in de visie van Manne voordoen als de waarde die eenieder met de zeggenschap over een bepaalde onderneming zou kunnen creëren hoger was dan de kosten die deieder zou moeten maken om de zeggenschap over de betreffende onderneming te verkrijgen. Als methoden voor het verkrijgen van zeggenschap merkte Manne niet alleen fusies en overnames aan, maar ook het verkrijgen van controle via het vervangen van de ondernemingsleiding, waarvoor de '*proxy fight*' in de Verenigde Staten het gangbare middel was.¹⁰³ De beurskoers van de doelwitonderneming vormde in dit analytisch kader het voornaamste ijkpunt. Aan de hand van deze maatstaf konden immers de kosten voor het verkrijgen van zeggenschap, bijvoorbeeld via een fusie of een openbaar bod, worden bepaald. Op dit punt ging Manne nog verder. De stand van de beurskoers van een onderneming bepaalde

100. H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', *Journal of Political Economy* 1964, p. 110-120. Zijn juridische graad (J.D.) behaalde Manne in 1952 aan de University of Chicago Law School.

101. Manne 1965, p. 116 noot 20 (verwijzend naar A.A. Berle & G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan 1933 en A.A. Berle, 'Control in Corporate Law', *Columbia L.R.* 1958, p. 1212-1225.

102. Ibid, p. 112: "The basic proposition advanced in this paper is that the control of corporations may constitute a valuable asset; that this asset exists independent of any interest in either economics of scale or monopoly profits; that an active market for corporate control exists and that a great many mergers are probably the result of the successful workings of this special market."

103. Ibid, p. 114-115. Manne duidde een overname overigens aan als een '*direct purchase of shares*'. Zie *ibid*, p. 115-117.

in de visie van Manne niet alleen tegen welke prijs een voorgenomen zeggenschapstransactie zou plaatsvinden, maar ook *of* een dergelijke zeggenschapstransactie zou plaatsvinden. De beurskoers werd hiermee voorgesteld als de drijvende kracht in de market for corporate control.

Kort gezegd was het idee van Manne dat als de beurskoers van een onderneming als gevolg van inefficiënt management lager was dan deze met beter management zou kunnen zijn er vroeger of later eenieder op het toneel zou verschijnen om via een zeggenschapstransactie het zittend management te vervangen. De beurskoers was in de ogen van Manne de best beschikbare benadering voor de ‘*managerial efficiency*’ van het zittend management.¹⁰⁴ De centrale gedachte hierbij was dat slecht management zich zou vertalen in een relatief lage beurskoers. In die situatie zou het voor eenieder mogelijk zijn om tegen relatief lage kosten de zeggenschap over de onderneming te verwerven. Hoe groter het verschil tussen de (lage) beurskoers onder het zittend management en de potentiële (hogere) intrinsieke waarde die een nieuw management zou kunnen bewerkstelligen, hoe groter de ‘*upside*’ voor eenieder. Een zeggenschapstransactie zou in die situatie volgens Manne onvermijdelijk zijn: “*Share price, or that part reflecting managerial efficiency, also measures the potential capital gain inherent in the corporate stock. The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently.*”¹⁰⁵

Een belangrijk inzicht van Manne was dat de door hem voorgestelde market for corporate control in economisch opzicht niet alleen een repressieve waarde had in het tegengaan van kapitaalvernietiging (slecht bestuurde bedrijven worden onvermijdelijk overgenomen en hoeven dus niet failliet te gaan), maar vooral ook een preventieve waarde. De constante overnamedreiging die van de market for corporate control uitging zou managers met het oog op behoud van hun eigen positie aansporen tot zo het zo efficiënt mogelijk besturen van hun ondernemingen. Manne verwoordde dit als volgt: “*But the greatest benefits of the take-over scheme probably inure to those least conscious of it. (...) Only the take-over scheme provides some assurance of competitive efficiency among corporate managers and thereby affords strong protection to the interests of vast numbers of small, non-controlling shareholders. Compared to this mechanism, the efforts of the SEC and the courts to protect shareholders through the development of a fiduciary duty concept and the shareholder’s derivative suit seem small indeed. It is true that sales by dissatisfied shareholders are necessary to trigger the mechanism and that these shareholders may suffer considerable*

104. Ibid, p. 113: “*Apart from the stock market, we have no objective standard of managerial efficiency.*”

105. Ibid, p. 113.

HOOFDSTUK 4

losses. On the other hand, even greater capital losses are prevented by the existence of a competitive market for corporate control."¹⁰⁶ Voor Manne was de market for corporate control dus ook een machtsmiddel voor aandeelhouders, een oplossing van het door Berle en Means gesignaleerde probleem van de scheiding tussen 'ownership' en 'control'.¹⁰⁷ Hij was de eerste die de overname-markt als disciplinerend mechanisme van aandeelhouders ten opzichte van de ondernemingsleiding bestempelde. Hiermee werd ook de financiële markt tot een integraal onderdeel van de relatie tussen management en aandeelhouders verheven.

Manne's concept van de market for corporate control berustte op één fundamentele aanname: het bestaan van een (zeer) sterke correlatie tussen enerzijds de beurskoers en anderzijds de mate van 'managerial efficiency'.¹⁰⁸ In de hoofdttekst van het artikel formuleerde Manne deze claim relatief bescheiden. Hij ging er van uit dat de beurskoers van slecht bestuurde bedrijven in vergelijking met die van vergelijkbare bedrijven of met de stand van de aandelenmarkt als geheel zou achterblijven. De relatieve 'underperformance' zou bij benadering het door gebrekkig management veroorzaakte verschil ten opzichte van goed bestuurde bedrijven weergeven. In de bijbehorende voetnoot poneerde Manne echter een bredere stelling: "*The contention is often made that stock-market prices are not adequate gauges, since far more trades take place without reliable information than with it. But there is reason to believe that intelligence rather than ignorance ultimately determines the course of individual share prices. Stock-market decisions tend to be of the one-out-of-two alternatives variety, such as buy or not buy, hold or sell, or put or call. To the extent that decisions on these questions are made by shareholders or potential shareholders operating without reliable information, over a period of time the decisions will tend to be randomly distributed and the effect will therefore be neutral. Decisions made by those with a higher degree of certainty will to that extent not meet a cancelling effect since they will not be made on a random basis. Over some period of time, it would seem that the average market price of a company's shares must be the 'correct' one.*"¹⁰⁹

De hierboven weergegeven passage geeft de door Manne gepercipieerde werking van het proces van prijsvorming op de aandelenmarkt weer. Hoewel Manne op deze plaats niet naar empirische studies verwees – de dissertatie

106. Ibid.

107. Ibid, p. 112: "*So long as we are unable to discern any control relationship between small shareholders and corporate management, the thrust of Berle and Means's famous phrase remains strong. But, as will be explained below, the market for corporate control gives to these shareholders both power and protection commensurate with their interest in corporate affairs.*"

108. Ibid, p. 112.

109. Ibid, p. 112 noot 10.

van Fama was ook pas net drie maanden voor het verschijnen van het artikel van Manne in verkorte vorm in de *Journal of Business* gepubliceerd – komt de strekking van bovenstaand citaat dicht in de buurt van de (later geformuleerde) ‘semi-strong form’ variant van de Efficient Market Hypothesis. Manne’s idee was dat de prijsvorming op de aandelenmarkt werd gedreven door aan- en verkooptransacties die door betrouwbare informatie werden ingegeven. Alle andere (speculatieve) transacties zouden ongeveer gelijk over de aan- en verkoopkant verdeeld zijn (want willekeurig), waardoor het netto effect van deze transacties op de beurskoers neutraal zou moeten zijn. Aldus gezien zou de beurskoers een vrij nauwkeurige weergave moeten geven van alle beschikbare informatie over de onderneming en zou de koers dus kunnen ook dienen als representatieve graadmeter voor de prestaties van de ondernemingsleiding. Ook in bredere zin dan alleen prijsvorming veronderstelde Manne een bij benadering efficiënt werkende markt. Het goed functioneren van de market for corporate control veronderstelt immers dat er voor elke onderneming één of meer bereidwillige ‘kopers’ zijn voor een zeggenschapstransactie, dat dergelijke zeggenschapstransacties ook gefinancierd kunnen worden en dat er geen andere kosten zijn (denk aan de ‘transaction costs’ in het kader van de Coase Theorem) die dergelijke transacties belemmeren of hieraan in de weg staan. Anders geredeneerd: een deugdelijke werking van de market for corporate control is alleen mogelijk indien de betreffende aandelenmarkt in meerdere opzichten efficiënt werkt.

Wat bij lezing van het artikel van Manne opvalt, is dat het bestaan van de market for corporate control schijnbaar als een feitelijke observatie wordt gepresenteerd, terwijl het in feite om een normatief concept ging. In verschillende voetnoten refereerde Manne aan enkele praktijkgevallen van vijandige overnames – toen een nog relatief nieuw verschijnsel in de Verenigde Staten – en succesvolle proxy fights, maar hij voerde deze gevallen niet expliciet op als bewijs voor zijn stellingen over het bestaan en de werking van de market for corporate control. Eerder het omgekeerde was het geval: Manne voerde het theoretisch concept van de market for corporate control aan als mogelijk kader aan de hand waarvan deze praktische gebeurtenissen verklaard zouden kunnen worden. Aan het einde van zijn artikel concludeerde Manne juist: “*The study of the economics of the market for corporate control is still in its infancy.*”¹¹⁰ In zoverre was zijn stelling aan het begin van het artikel “*that an active market for corporate control exists*”¹¹¹ wat onzorgvuldig geformuleerd. Zo veranderde de market for corporate control vrijwel ongemerkt van een theoretisch construct in een praktische observatie.

110. Ibid, p. 120.

111. Ibid, p. 112.

HOOFDSTUK 4

4.4.3 *Jensen/Meckling*

De volgende relevante stap in de ontwikkeling van de rechtseconomische analyse van het ondernemingsrecht was de formulering van de ‘*agency theory*’. De Amerikaanse economen Jensen en Meckling, alumni van de University of Chicago business school,¹¹² worden met hun ‘Theory of the Firm’ artikel¹¹³ algemeen als grondleggers van de *agency theory* gezien. De *agency theory* vormde slechts één onderdeel van een meeromvattende ‘theory of the firm’ waarmee Jensen en Meckling de economische rationale van uiteenlopende verschijnselen, zoals verschillen in financieringsstructuren van ondernemingen, probeerden te verklaren. Deze meeromvattende theorie werd vervolgens door Jensen en Meckling op onderdelen uitgewerkt aan de hand van wiskundige formules om te komen tot ‘optimale’ financieringsstructuren, waaronder de optimale verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen in ondernemingsfinanciering. Als zodanig vormde de *agency theory* oorspronkelijk slechts een onderdeel van een groter geheel.

In hun ambitieuze doelstelling om een alles verklarende theorie te formuleren zijn Jensen en Meckling niet geslaagd. De invloed van hun artikel binnen de (kwantitatieve) economische wetenschap bleef beperkt en hun verhandeling over de meeromvattende theorie van ondernemingsfinanciering lijkt weinig navolging te hebben gekregen. Het als onderdeel van deze theorie geformuleerde concept van ‘agency’ in de verhouding tussen de vennootschapsleiding en aandeelhouders – dat als het ware als losse component uit de verhandeling van Jensen en Meckling werd gelicht – is wel van blijvende betekenis gebleken.¹¹⁴ Dit concept was vooral van invloed op het praktisch onderwijs aan Amerikaanse ‘*business schools*’, maar ook op het gebied van law & economics. In het vervolg richt ik mij op de invloed van het concept van *agency* binnen de law & economics-stroming op het ondernemingsrecht.

Net als het concept van de market for corporate control ging de kern van de *agency theory* in feite terug tot de scheiding van ownership (aandelenbezit) en control (management) bij grote publieke ondernemingen met verspreid aandelenbezit van Berle en Means. De theorie bood een alternatieve beschrijving

112. Jensen en Meckling waren begin jaren '70 aangetrokken door de nieuwe business school van de University of Rochester. Zie Fox 2009, p. 161-162.

113. M.C. Jensen & W.H. Meckling, ‘Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure’, *Journal of Financial Economics* 1976, p. 305-360 in M.C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2000, p. 83-135. Jensen en Meckling hadden het manuscript reeds in 1973 afgerond maar kregen het stuk pas drie jaar later in een tijdschrift geplaatst. Zie Fox 2009, p. 353-354 (noot 25).

114. Volgens Stout is het artikel van Jensen en Meckling “*the most frequently cited article in business academia today.*” Zie Stout 2012, p. 35.

van de belangenconflicten die zich in een Berle-Means onderneming konden voordoen door de verhouding tussen aandeelhouders en bestuurders als principaal-agent relatie ('agency') voor te stellen. Aan deze voorstelling lag de normatieve opvatting ten grondslag dat bestuurders de belangen van de aandeelhouders – en alleen deze belangen- als richtsnoer voor hun handelen dienden te nemen. Deze opvatting was niet nieuw; zij was bijvoorbeeld reeds bij Friedman zichtbaar.¹¹⁵ Wat wel nieuw was aan de agency theory was dat theoretisch werd verklaard dat de belangen van bestuurders en aandeelhouders op economisch rationele gronden uiteen konden lopen. Voorts bood de agency theory een analytisch kader om de economische effecten van dit belangenconflict te duiden en om mechanismen te ontwikkelen teneinde deze effecten te mitigeren.

De ironie wil dat de progressieve Harvard-econoom Galbraith enkele jaren eerder reeds in zijn boek *The New Industrial State* een terloopse opmerking had gemaakt die qua strekking in de buurt kwam van de agency theory. Galbraith wees in algemene zin op de paradoxale situatie dat een bestuurder geacht wordt om slechts in de belangen van zijn aandeelhouders te handelen. In lijn met zijn stijl gebruikte Galbraith daarbij een heel wat meer kleurrijke analogie dan de principaal-agent voorstelling: "*The members of the technost-structure do not get the profits that they maximize. They must eschew personal profit-making. Accordingly, if the traditional commitment to profit maximization is to be upheld, they must be willing to do for others, specifically the stockholders, what they are forbidden to do for themselves. It is on such grounds that the doctrine of maximization in the mature corporation now rests. It holds that the will to make profits is, like that to sexual intercourse, a fundamental urge. But it holds that this urge operates not in the first person but in the third. It is detached from self and manifested on behalf of unknown, anonymous and powerless persons who do not have the slightest notion of whether their profits are, in fact, being maximized. In further sexist analogy, one must imagine that a man of vigorous, lusty and reassuringly heterosexual inclinations eschews the lovely and available women by whom he is intimately surrounded in order to maximize the opportunities of other men whose existence he knows of only by hearsay. Such are the foundations of the maximization doctrine when there is full separation of power from reward.*"¹¹⁶ Dat deze analogie van Galbraith niet is betrokken in het

115. Friedman 1962, p. 133 ("Few trends could so thoroughly undermine the very foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible.") en p. 135 ("The corporation is an instrument of the stockholders who own it.")

116. J.K. Galbraith, *The New Industrial State*, Princeton: Princeton University Press 2007 (1e druk 1967), p. 148-149. De parallel tussen het weergegeven citaat van Galbraith en de agency theory is getrokken door zijn zoon James Galbraith in het voorwoord bij de Princeton-editie (2007). Zie *ibid.*, p. xiii.

HOOFDSTUK 4

latere werk van Jensen en Meckling en hun opvolgers zal wellicht iets te maken hebben gehad met hun onderlinge afstand op het ideologische spectrum.

Jensen en Meckling formuleerden hun algemene uitgangspunt voor het concept van agency als volgt: “*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons – the principal(s) – engage another person – the agent – to perform some service on their behalf that involves delegating some decision-making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from her interest by establishing appropriate incentives for the agent in the contracts they create and by incurring monitoring costs, designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition, in some situations, it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions that would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. (...) Since the relationship between the stockholders and the managers of the corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the ‘separation of ownership and control’ in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency.*”¹¹⁷

De centrale stelling van Jensen en Meckling kwam er dus op neer dat de verhouding tussen aandeelhouders en bestuurders in ‘*modern diffuse ownership corporations*’ (lees: beursvennootschappen) als een principaal-agent verhouding kon worden voorgesteld. In zoverre presenteerden Jensen en Meckling geen volwaardige theorie, maar eerder een analogie, een alternatief gezichtspunt om de relatie bestuur-aandeelhouders te kenschetsen. Jensen en Meckling gaven de principaal-agent analogie evenwel een economische lading met de assumptie dat alle partijen worden geacht ‘*utility maximizers*’ te zijn. In deze voorstelling is niet langer sprake van een economisch neutrale constatering (de verhouding aandeelhouders-bestuur is te vergelijken met de verhouding principaal-agent), maar wordt tevens een economische gevolgtrekking gegeven aan het gedrag van partijen. Immers, als wordt aangenomen dat een bestuurder zijn gedrag laat leiden door een streven naar maximalisatie van zijn eigen (persoonlijke) ‘*utility*’, dan kan van hem worden verwacht dat hij de zeggenschap waarover hij uit hoofde van zijn bestuurderschap beschikt (het element ‘*control*’) ook daartoe zal aanwenden. Indien een bestuurder zijn vennootschappelijke zeggenschap aanwendt met het oog op het maximaliseren van zijn eigen ‘*utility*’ dan kan dit ten koste gaan van de ‘*utility*’ van de aandeelhouders als gezamenlijke eigenaren

117. Jensen/Meckling 1976, p. 86-87.

van de onderneming (het element ‘ownership’). Hiermee werd de metafoor van agency ook meteen een economische verklaring voor het verschijnsel van in hun eigen belang handelende bestuurders van ondernemingen.

Zodoende gaf het concept agency van Jensen en Meckling een algemene uitdrukking aan het uiteenlopen van (persoonlijke) belangen van bestuurders (en commissarissen) ten opzichte van de belangen van aandeelhouders. Aan de hand van de assumptie van ‘utility maximizers’ werd duidelijk gemaakt dat dit belangenconflict ook een economisch rationeel verschijnsel was. In de latere rechts-economische literatuur zou de figuur van agency ook op vele andere (rechts) relaties binnen en buiten ondernemingen worden toegepast.¹¹⁸ Daarbij werd het uiteenlopen van belangen van betrokken partijen telkens als ‘agency problems’ voorgesteld en de daaruit voor de principalen voortvloeiende kosten (waaronder de geleden verliezen als gevolg van het inefficiënte handelen van de agent) als ‘agency costs’. Het concept agency werd in feite een algemene figuur in law & economics om de economische lading van bepaalde verhoudingen aan te duiden. Daarmee is de agency voorstelling van Jensen en Meckling binnen law & economics bijzonder invloedrijk geweest.

Met het benoemen van aandeelhouders als ‘principals’ erkenden Jensen en Meckling impliciet dat de aandeelhouders – althans in economische zin – ook als eigenaren (‘owners’) van de onderneming konden worden gezien. Hiermee volgden zij onder meer Friedman (“*The corporation is an instrument of the stockholders who own it.*”).¹¹⁹ In een eerder artikel van de Amerikaanse economen Alchian en Demsetz dat in de moderne handboeken doorgaans als voorloper van de agency theory van Jensen en Meckling wordt genoemd was deze opvatting opmerkelijk genoeg nog expliciet tegengesproken.¹²⁰ In een uitgebreide noot stelden Alchian en Demsetz: “*Instead of thinking of shareholders as joint owners, we can think of them as investors, like bondholders, except that the stockholders are more optimistic than bondholders about the enterprise prospects. (...) The residual claim on earnings enjoyed by shareholders does not serve the function of enhancing their efficiency as monitors in the general situation. The stockholders are ‘merely’ the less risk-averse or the more optimistic member of the group that finances the firm.*”¹²¹ Jensen en Meckling bespraken in hun eigen artikel wel in algemene bewoordingen de door Alchian en Demsetz in dit artikel geformuleerde ‘team production theory’, maar zij gingen niet in op dit bewuste

118. Zie voor een overzicht H. Hansmann & R.R. Kraakman, ‘Agency Problems and Legal Strategies’, in R.R. Kraakman et al (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, 2e druk, Oxford: Oxford University Press 2009, p. 35-53.

119. Friedman 1962, p. 135.

120. A.A. Alchian & H. Demsetz, ‘Production, Information Costs and Economic Organization’, *American Economic Review* 1972, p. 777-795.

121. Alchian/Demsetz 1972, p. 789 noot 14.

HOOFDSTUK 4

punt.¹²² Zoals uit het hiernavolgende zal blijken (zie §4.5) heeft de opvatting van Alchian en Demsetz over de (on)geschiktheid van aandeelhouders als ‘*monitors*’ uiteindelijk geen school gemaakt binnen de law & economics-beweging.

Een tweede element uit het artikel van Jensen en Meckling dat van grote invloed op de latere ontwikkelingen binnen law & economics zou zijn was hun duiding van het verschijnsel onderneming als een ‘*nexus of contracts*’. Hierover merkten zij het volgende op: “*It is important to recognize that most organizations are simply legal fictions that serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals.*”¹²³ In een voetnoot gaven Jensen en Meckling een toelichting op het gebruik van de term ‘legal fiction’: “*By ‘legal fiction’, we mean the artificial construct under the law that allows certain organizations to be treated as individuals.*”¹²⁴ Over de figuur van de kapitaalvennootschap overwogen zij: “*The private corporation is simply one form of legal fiction that serves as a nexus for contracting relationships and is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals. This definition of the firm is important because it emphasizes the essential contractual nature of firms (...).*”¹²⁵ Afgaande op de context doelden Jensen en Meckling met de term ‘private corporation’ niet zozeer op een besloten vennootschap (tegenovergestelde van beursvennootschap), maar eerder op de algemene vorm van de private onderneming (tegenovergestelde van overheidsdiensten). In hun visie had dus ook de beursvennootschap rechtseconomisch gezien een ‘contractueel’ karakter.

Het woord ‘contractueel’ in de bovenstaande zin heb ik bewust tussen aanhalingstekens geplaatst. Jensen en Meckling gebruikten het begrip contract niet in de juridische zin van een privaatrechtelijke overeenkomst tussen partijen, maar in een ruimere economische zin. Zonder dit expliciet te benoemen lijken Jensen en Meckling de term ‘contract’ gebruikt te hebben als synoniem voor een ‘*complex relationship*’ tussen partijen.¹²⁶ Indachtig het evenwichtdenken van bijvoorbeeld het Arrow/Debreu general equilibrium model en de Coase Theorem

122. Jensen/Meckling 1976, p. 85 en 88.

123. Ibid, p. 88.

124. Ibid, voetnoot 13 bij p. 88 (p. 261).

125. Ibid, p. 88.

126. Zie bijvoorbeeld ibid, p. 89: “*What there really is instead is a multitude of complex relationships (i.e. contracts) between the legal fiction (the firm) and the owners of labor, material, and capital inputs and the consumers of output.*”

gingen Jensen en Meckling er van uit dat voor de inrichting elk van deze complexe rechtsrelaties tussen de verschillende betrokken actoren bij de onderneming een optimaal resultaat (equilibrium) mogelijk was.¹²⁷ Blijkens het volgende citaat veronderstelden Jensen en Meckling wat betreft de totstandkoming van die staat van evenwicht in de rechtsrelaties tussen betrokken partijen het bestaan van een marktmechanisme: *“The firm is not an individual. It is a legal fiction that serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may ‘represent’ other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations.”*¹²⁸ Deze woordkeuze suggereert het bestaan van een dynamische proces waarin partijen zelf, gebruik makend van ‘contracts’, invulling geven aan hun onderlinge rechtsrelaties.

Een dergelijk proces veronderstelt de mogelijkheid om alle facetten van de onderlinge relatie bij ‘contract’ te regelen, dat wil zeggen dat partijen deze vormgeving volledig in eigen hand hebben. In deze voorstelling van zaken is geen plaats ingeruimd voor dwingendrechtelijke wetgeving als kader voor de contractsvrijheid van partijen. Ook andere bronnen van rechtsregels die invulling kunnen geven aan onderlinge relaties, zoals het concept van ‘*fiduciary duties*’ in relatie tot de taakvervulling van bestuurders, lijken niet in de afweging te zijn meegenomen. Jensen en Meckling hebben het onderscheid tussen wetgeving en andere rechtsregels enerzijds en contract anderzijds niet onder ogen gezien of hebben dit onderscheid impliciet weggeassumeerd. De ‘nexus of contracts’ was derhalve normatief gezien een nuttig concept als modelmatige vereenvoudiging, maar in feitelijk opzicht gaf het concept een misleidende voorstelling van het werkelijke krachtenveld.

Het derde cruciale inzicht van Jensen en Meckling was om – net als Manne bij het concept van de market for corporate control – het idee van de efficiënt werkende kapitaalmarkt te integreren in de agency theory. Hoewel zij deze gedachte zelf niet expliciet verwoordden, bevatte het artikel wel een aantal verspreide passages waarin minst genomen een aanzet tot een dergelijke benadering valt te lezen.¹²⁹ Op één plaats refereerden Jensen en Meckling ook direct aan het

127. Ibid, p. 87: *“(...) we investigate the incentives faced by each of the parties and the elements entering into the determination of the equilibrium contractual form characterizing the relationship between the manager (i.e. agent) of the firm and the outside equity- and debtholders (principals).”* (onderstreping FO).

128. Ibid, p. 89.

129. Bijvoorbeeld ibid p. 95: *“If the equity market is characterized by rational expectations, the buyers will be aware that the owners will increase his non-pecuniary consumption when his ownership share is reduced.”* en p. 103: *“(...) the outside shareholders would find it desirable to monitor to the full rights of their contract, because it will pay them to do so. If the equity market is competitive, however, the total benefits (net of the monitoring costs) will be capitalized into the price of the claims.”*

empirisch werk rond de Efficient Market Hypothesis van Fama.¹³⁰ De gedachte achter de koppeling van de EMH met de agency theory lijkt te zijn geweest dat de beurskoers als representatieve weergave voor alle publiekelijk beschikbare informatie over de onderneming een goede graadmeter vormt voor aandeelhouders (als principaal) in de ‘monitoring’ van de vennootschapsleiding (als agent). Immers, als alle informatie in de beurskoers is verwerkt, hoeven aandeelhouders deze informatie zelf niet meer te verzamelen en te beoordelen; dat heeft de (efficiënte) markt reeds voor hen gedaan. Zodoende worden de kosten voor het houden van toezicht op de vennootschapsleiding en daarmee de ‘agency costs’ lager.

4.4.4 *Synthese*

Met de koppeling van de Efficient Market Hypothesis aan de agency theory deed het idee van de efficiënt werkende kapitaalmarkt haar intrede in het normatief (rechtseconomisch) denken over ondernemingsrecht. Op deze plaats is het goed om op te merken dat de aldus gemetselde muur uit onderling verschillende bakstenen bestond. De Efficient Market Hypothesis was een voorlopig aanvaarde hypothese – op basis van tot 1970 verricht empirisch onderzoek – over de vermeende werking van kapitaalmarkten. Voor Fama en andere proponenten was duidelijk dat de theorie op een modelmatige weergave van de werkelijkheid berustte, waarbij bovendien in de econometrische weergave ten opzichte van de werkelijkheid bepaalde bochten waren afgesneden (in het bijzonder wat betreft de random walk-benadering) omdat de anders benodigde statistische methoden te ingewikkeld waren om mee te werken. Vanuit het perspectief van de ‘nieuwe’ methodologie voor de economische wetenschap van Friedman was het verschijnsel van onrealistische aannames in economische theorievorming geen probleem. Wanneer echter een voorlopig aanvaarde hypothese uit een bepaald gedeelte van economische theorievorming op zijn beurt weer wordt gebruikt als aanname of uitgangspunt in theorievorming op een ander gebied, kan een besmettingsgevaar ontstaan indien de aanvaardbaarheid van de oorspronkelijke hypothese komt te vervallen.

Los van deze context werd vervolgens alleen de hoofdregel van de EMH (markten zijn efficiënt en beurskoersen geven alle beschikbare informatie weer) geëxporteerd naar de agency theory. De agency theory kwam in feite neer op een verbijzondering van de Coase Theorem, welke op zijn beurt in zekere zin een uitwerking was van Bentham’s utilitarisme. Daarmee was een reis afgelegd van de kwantitatieve economie (EMH) naar een vorm van economische filosofie. Anders gezegd: de normatieve lading van de EMH (momentopname in empirisch onderzoek naar een voorlopig aanvaarde hypothese) enerzijds en de

130. Ibid, p. 132 en noot 69 (verwijzing naar Fama 1970).

agency theory (theoretische voorstelling en modelmatige abstractie van onderlinge relaties) anderzijds is wezenlijk verschillend. Zoals Fox het later verwoordde: *“The concept of the efficient market had taken a big step. It is one thing to encounter a hypothesis within the science where it was developed – in its natural habitat, as it were. There, one can find caveats and doubts and people who knew it when. When such a theory is transferred intact to another discipline, a lot of that baggage is inevitably lost. The rational market idea had first made its way from theoretical economics in the empirical subdiscipline of finance, where it had lost in nuance and gained in intensity. Now it was voyaging into even more distant territory.”*¹³¹

Terugkijkend kan worden vastgesteld dat waar Coase in algemene zin de verbinding tussen recht en economie had gelegd, dit wat het ondernemingsrecht betreft is gedaan door de jurist Manne enerzijds en de economen Jensen en Meckling anderzijds. Manne gebruikte het economische concept van de efficiënt werkende markt als normatief argument in zijn pleidooi tegen de wijze waarop bepaalde mededingingsrechtelijke wet- en regelgeving door rechters werd toegepast. Hij presenteerde het concept van de efficiënt werkende kapitaalmarkt echter impliciet als een feitelijke observatie (de markt is efficiënt), terwijl het in feite gelet op de aannames en caveats in het oorspronkelijke werk van Fama en anderen een normatief concept betrof (de markt zou onder bepaalde omstandigheden efficiënt moeten werken). De invalshoek van Jensen en Meckling was een andere. Zij stelden een normatief economisch kader voor over het rationeel te verwachten gedrag van bestuurders en aandeelhouders. Om tot dit normatieve kader te komen brachten Jensen en Meckling evenwel enkele substantiële generalisaties aan in de juridische context. In de kern bezien maakten zij de juridische context tot onderdeel van hun economisch normatief kader door impliciet te veronderstellen dat het juridisch kader zich via ‘contracting’ geheel zou voegen naar hun normatief-economische wetmatigheden. In zoverre was er zowel bij Manne als ook bij Jensen en Meckling ongemerkt sprake van een vermenging van normatieve ideeën uit recht en economie.

4.5 Verdere toepassing en popularisering: the Economic Structure of Corporate Law

4.5.1 Inleiding

Met de in bovenstaande paragrafen beschreven Efficient Market Hypothesis, market for corporate control en agency theory zijn de belangrijkste bouwstenen voor de ontwikkeling van een law & economics-perspectief binnen het ondernemingsrecht genoemd. Aldus lijkt het raamwerk voor de rechtseconomische

131. Fox 2009, p. 162.

HOOFDSTUK 4

benadering van het ondernemingsrecht reeds begin medio jaren '70 voor handen te zijn geweest. Van onmiddellijke invloed van dit raamwerk in de juridische wetenschap was echter geen sprake. Wetenschappers zoals Fama en Jensen doceerden aan Amerikaanse 'Business Schools' en hun werk bleef naar het zich laat aanzien bij vele Amerikaanse rechtswetenschappers lange tijd onbekend. Manne was weliswaar een jurist en gedurende zijn carrière werkzaam bij meerdere Amerikaanse 'Law Schools', maar behoorde niet tot de rechtswetenschappelijke gevestigde orde en zijn publicaties trokken in rechtswetenschappelijke kringen relatief weinig aandacht. Zo kon het gebeuren dat de Amerikaanse rechtswetenschappers – de inspanningen van hun collega's aan economische faculteiten en business schools ten spijt – de reeds gezette stappen naar een geïntegreerde rechtseconomische analyse van het ondernemingsrecht lange tijd links lieten liggen.

In de jaren '80 en '90 zou hier verandering in komen. Dit is met name toe te schrijven aan het werk van enkele gezaghebbende rechtswetenschappers wiens insteek het was om het reeds ontwikkelde rechtseconomisch gedachtengoed uit de economische wetenschap verder te ontwikkelen en om deze rechtseconomische benadering te populariseren. Net als bij het ontstaan van de oorspronkelijke law & economics-beweging speelde het Law & Economics-programma van de University of Chicago ook bij de integratie van de economische analyse van het ondernemingsrecht in de Amerikaanse rechtswetenschap een belangrijke rol. Easterbrook en Fischel, beiden alumni van de University of Chicago Law School (en later beiden hoogleraar aan dezelfde instelling), vervulden in dit proces van integratie een sleutelrol. Hun in de inleiding van dit hoofdstuk aangehaalde standaardwerk *The Economic Structure of Corporate Law* uit 1991 vormde een belangrijke schakel in dit proces. In deze alinea beschrijf ik aan de hand van dit boek hun voornaamste bijdragen aan de rechtseconomische analyse van het ondernemingsrecht.

In een serie artikelen die zij in de loop van de jaren '80 gezamenlijk publiceerden werkten Easterbrook en Fischel aan de hand van de in de economische wetenschap gegenereerde ideeën en inzichten de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht uit.¹³² Zij schreven over uiteenlopende onderwerpen,

132. Tussen 1981 en 1989 publiceerden Easterbrook en Fischel gezamenlijk tien wetenschappelijke artikelen in zowel juridische- als ook economische tijdschriften en drie opiniestukken in kranten en tijdschriften. De belangrijkste hiervan waren F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Takeover Offer', *Harvard L.R.* 1981, p. 1161-1204, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Corporate Control Transactions', *Yale L.J.* 1982, p. 698-737, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Voting in Corporate Law', *Journal of Law & Economics* 1983, p. 395-427, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Mandatory Disclosure and the Protection of Investors', *Virginia L.R.* 1984, p. 669-715, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Limited Liability and the Corporation', *University of Chicago L.R.* 1985, p. 89-117 en F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'The Corporate Contract', *Columbia L.R.* 1989, p. 1416-1448.

zoals de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen bij vijandige overnamebiedingen, de structuur van stemrechten en stemverhoudingen, het verschijnsel van beperkte aansprakelijkheid en het wezen van de onderneming. De inzichten die Easterbrook en Fischel in deze artikelen hadden ontwikkeld werkten zij vervolgens uit tot een overkoepelende en meer toegankelijke – in zekere zin populairwetenschappelijke – verhandeling. Het resultaat, het boek *The Economic Structure of Corporate Law*, verscheen in 1991. Het boek zou uitgroeien tot het standaardwerk over de rechtseconomische analyse van het ondernemingsrecht.¹³³ Met dit boek kregen de rechtseconomische ideeën van Easterbrook en Fischel ook een breder verspreidingsbereik. De invloed ervan bleef niet beperkt tot Amerikaanse law & economics-wetenschappers, maar breidde zich ook uit tot rechtswetenschappers in andere landen, waaronder Nederland (zie hierna §4.6).

Op deze plaats moet worden opgemerkt dat de rechtseconomische beschouwingen over het ondernemingsrecht van Easterbrook en Fischel indertijd zeker niet door iedereen werden aanvaard. Prominente Amerikaanse rechtswetenschappers zoals Eisenberg¹³⁴ en praktijkjuristen zoals Lipton¹³⁵ hebben destijds al de opvattingen van Easterbrook en Fischel in geschrift bestreden. Deze en andere kritiek op het werk van Easterbrook en Fischel lijkt binnen de stroming van law & economics evenwel van geringe invloed te zijn geweest.

4.5.2 De onderneming als ‘nexus of contracts’

Inhoudelijk gezien kwamen in het werk van Easterbrook en Fischel alle in de voorgaande paragrafen getrokken lijnen samen. In de geest van Coase en zijn Coase Theorem trachtten Easterbrook en Fischel een analytisch kader te

133. Zie bijvoorbeeld Stout 2012, p. 35, die het boek beschrijft als “an influential primer still in use today.”

134. Illustratief is M.A. Eisenberg, ‘The Structure of Corporation Law’, *Columbia Law Review* 1989, p. 1461-1525, in het bijzonder p. 1488-1515 waarin Eisenberg in reactie op eerdere publicaties van Easterbrook en Fischel betoogt waarom regulering van bepaalde aspecten van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen niet aan de markt overgelaten kan worden, maar dwingendrechtelijk bij wet dient te geschieden.

135. Zie voor een reprise M. Lipton, ‘Twenty-Five Years After *Takeover Bids in the Target’s Boardroom*: Old Battles, New Attacks and the Continuing War’, *Business Lawyer* 2005, p. 1369-1382 met onder meer een verwijzing naar Easterbrook en Fischel als “some ‘efficient markets’ theorists” (p. 1373 en voetnoot 14) en de opmerking “[T]he shareholder as owner, principia-agend model, is a flawed model as applied to the modern public company.” Zie ook M. Lipton & P.K. Rowe, ‘Pills, polls and professors, a reply to professor Gilson’, *Delaware Journal of Corporate Law* 2002, p. 1-55 voor een uiteenzetting dat de jurisprudentie van de Delaware Courts over beschermingsconstructies een afwijzing van de ‘efficient markets theory’ behelsde.

schetsen voor de bestudering van de economische effecten van het ondernemingsrecht. Het belangrijkste perspectief in het analytisch kader van Easterbrook en Fischel was het concept van ‘agency costs’ zoals ontwikkeld door Jensen en Meckling in hun agency theory.¹³⁶ Ook het economisch perspectief van Jensen en Meckling waarin het verschijnsel van de onderneming werd voorgesteld als een ‘nexus of contracts’ werd door Easterbrook en Fischel overgenomen.¹³⁷ Wel brachten Easterbrook en Fischel een juridisch getinte verfijning aan in de wat grove generalisatie van Jensen en Meckling op dit punt. Easterbrook en Fischel erkenden dat de inhoud van een deel van de ‘contracts’ werd opgelegd door wetgever en rechter en dus niet ter vrije beschikking van partijen stond. Zij stelden niettemin een elegante redenering voor om ook dit deel van de betrokken rechtsverhoudingen als contractueel voor te stellen: *“To say that a complex relation among many voluntary participants is adaptive is to say that it is contractual. Thus our reference to the corporation as a set of contracts. Voluntary arrangements are contracts. Some may be negotiated over a bargaining table. Some may be a set of terms that are dictated (by managers or investors) and accepted or not; only the price is negotiated. Some may be fixed and must be accepted at the going price’ (as when people buy investment instruments traded in the market). Some may be implied by courts or legislatures trying to supply the terms that would have been negotiated had people addressed the problem explicitly. Even terms that are invariant – such as the requirement that the board of directors act only by a majority of a quorum – are contractual to the extent that they produce offsetting voluntary arrangements. The results of all of these voluntary arrangements will be contractual.”*¹³⁸ Met deze bredere definitie van ‘contract’ konden de juristen Easterbrook en Fischel vasthouden aan het economische concept van de nexus of contracts.¹³⁹

In het verlengde van deze contractuele benadering kwamen Easterbrook en Fischel tot de volgende stelling: *“The analogy to contract focuses attention on the voluntary and adaptive nature of any corporation. We treat corporate law as a standard-form contract, supplying terms most venturers would have chosen but yielding to explicit terms in all but a few instances. The normative thesis of*

136. Easterbrook/Fischel 1991, p. 14-15: *“We use economic arguments about agency costs throughout this book to attempt to answer questions about background terms (those applying in the absence of a different term incorporated in a particular corporate contract), mandatory terms, and changes in terms.”*

137. Ibid, p. 12: *“So we often speak of the corporation as a ‘nexus of contracts’, or a set of implicit and explicit contracts.”*

138. Ibid, p. 14.

139. In de Nederlandse literatuur is de ‘nexus of contracts’ benadering door Van Solinge in het (logische) verlengde geplaatst van de stroming van de contractsbenadering in de rechtspersoonlijkheidstheorie zoals oorspronkelijk geformuleerd door Von Jhering. Zie G. van Solinge, ‘Dode zielen of levende organismen’, in G. van Solinge et al (reds.), *Relativering van Rechtspersoonlijkheid*, Van der Heijden-reeks nr. 114, Deventer: Kluwer 2012, p. 2-3.

this book is that corporate law should contain the terms people would have negotiated were the costs of negotiating at arms' length for every contingency sufficiently low. The positive thesis is that corporate law almost always conforms to this model. It is enabling rather than directive. The standby terms grant great discretion to managers and facilitate actual contracts. They leave correction to the interplay of self-interested actors rather than to regulators."¹⁴⁰

Hiermee verwoordden Easterbrook en Fischel de positie die de normatieve standaardbenadering van de rechtseconomische analyse van het ondernemingsrecht zou worden. Het recht dient te zijn wat private partijen zelf uitonderhandeld zouden hebben indien ze daartoe in de gelegenheid zouden zijn geweest. Om te voorkomen dat elke keer onderhandelingen nodig zijn (en dus om de kosten laag te houden) dient het recht een standaardcontract aan te leveren; een 'template' waar partijen naar believen specifieke wijzigingen in kunnen aanbrengen. Hiermee formuleerden Easterbrook en Fischel een duidelijk normatief doel voor het ondernemingsrecht.

Wat de inhoud van het ondernemingsrecht betreft stelden Easterbrook en Fischel in de kern beschouwd een soort gedachtenexperiment voor: hoe zou een bepaalde regel luiden als zij door de betrokken partijen was uitonderhandeld? Dit perspectief doet denken aan het gedachtenexperiment dat centraal stond in de rechtvaardigheidstheorie van Rawls, maar dan zonder de 'veil of ignorance'.¹⁴¹ Het door Easterbrook en Fischel voorgestelde streven stelt in ieder geval hoge eisen aan wetgevers en rechters om als rationeel-economische welvaartsmaximalisatoren op te treden, nota bene voor anderen dan henzelf.¹⁴² Overigens was Easterbrook zelf in 1985 tot rechter benoemd, zij het dat hij als federale rechter weinig gelegenheid zal hebben gehad om zijn eigen theorieën op het gebied van het ondernemingsrecht – immers een aangelegenheid van de Amerikaanse staten – in de praktijk te brengen.

Naast de hierboven weergegeven normatieve claim presenteerden Easterbrook en Fischel met deze stellingen ook een feitelijke bewering, namelijk dat het ondernemingsrecht in de praktijk reeds als modelcontract fungeerde. Hoewel

140. Easterbrook/Fischel 1991, p. 15.

141. Zie J.B. Rawls, *A Theory of Justice*, Revised Edition, Oxford: Oxford University Press 1999 (1e druk 1971). Rawls stelde als methode voor het ontdekken van de regels voor een rechtvaardige maatschappij een gedachtenexperiment voor waarin een groep mensen zonder kennis van hun eigen positie in de maatschappij – vandaar de 'veil of ignorance' – zouden onderhandelen over de regels die zij zonder kennis van hun eigen maatschappelijke positie aanvaardbaar zouden achten. Zie over het werk van Rawls en de wetenschappelijke kritiek hierop onder meer Bix 2003, p. 103-116.

142. Wat hier ook verder van zij, deze voorstelling van Easterbrook en Fischel past goed in de algemene rechtseconomische opvatting dat wetgevers en rechters zich laten leiden, althans zich zouden moeten laten leiden, door het streven van 'wealth maximization'. Hierover onder meer Posner 1990, p. 355-362.

HOOFDSTUK 4

een voorbehoud in de tekst ontbrak, was deze feitelijke observatie zeer tijd- en plaatsgebonden. Easterbrook en Fischel redeneerden vanuit het gangbare ondernemingsrecht zoals dat statenniveau was geregeld. Deze regels hadden inderdaad grotendeels een facultatief karakter. Het ondernemingsrecht op statenniveau in de Verenigde Staten kende (en kent nog steeds) in de regel veel ‘*default rules*’ en relatief weinig dwingendrechtelijke bepalingen. Buiten de Verenigde Staten lag dit anders. In zoverre is de feitelijke claim van Easterbrook en Fischel over ‘adaptief’ ondernemingsrecht duidelijk plaatsgebonden. De tijdgebondenheid zit hem voornamelijk in het feit dat Easterbrook en Fischel voor de regulering van beursvennootschappen geen belangrijke rol aan het (federale) effectenrecht hadden toegedicht. Hun boek bevatte verhandelingen over zaken als openbaarmakingsverplichtingen voor beursvennootschappen en handel met voorkennis door bestuurders – onderwerpen die wij thans zonder twijfel als effectenrechtelijke aangelegenheden zouden beschouwen –, maar kennelijk hadden Easterbrook en Fischel niet verwacht dat op het gebied van deze onderwerpen nadere regulering via het federale effectenrecht zou plaatsvinden. Zoals Easterbrook in een artikel uit 2009 zelf opmerkte: “*Fischel and I assumed, (...) that important details about what would happen after firms raised capital would be governed by state law.*”¹⁴³ Het zou anders lopen, inmiddels is het (dwingendrechtelijke) effectenrecht als bron voor doorlopende verplichtingen voor beursvennootschappen ook in de Verenigde Staten niet meer weg te denken. Het vergt heel wat verbeelding om deze effectenrechtelijke regelgeving nog als een vrijwillig ‘contract’ in de door Easterbrook en Fischel bedoelde zin te kwalificeren.

4.5.3 Integratie EMH in corporate governance

Naast de incorporatie van het concept van agency costs en de perceptie van de onderneming als een nexus of contracts namen Easterbrook en Fischel ook een ander belangrijk concept uit de economische wetenschap over: de verondersteld efficiënt werkende kapitaalmarkt. Hun centrale aanname hierbij – in lijn met tenminste de ‘weak-form’ variant van de Efficient Market Hypothesis van Fama – was dat beurskoersen een representatieve weergave vormen van alle publiekelijk beschikbare informatie over de achterliggende ondernemingen.¹⁴⁴

143. F.H. Easterbrook, ‘The Race for the Bottom in Corporate Governance’, *Virginia L.R.* 2009, p. 686.

144. Easterbrook/Fischel 1991, p. 19. Overigens verwezen Easterbrook en Fischel niet expliciet naar de EMH van Fama. De trant van de in het bovengenoemde citaat vervatte redenering lijkt eerder op het klassieke ‘random walk’ argument (zie bijvoorbeeld Malkiel 1973). Beide redeneringen komen in de kern echter op hetzelfde neer (niemand kan de markt verslaan, want aandelenkoersen bewegen schijnbaar willekeurig, dus dan zal de markt wel efficiënt moeten zijn), vandaar de parallel met Fama.

In navolging van de market for corporate control van Manne dichtten Easterbrook en Fischel de kapitaalmarkt een belangrijke rol toe in het bestel van corporate governance. Easterbrook en Fischel gingen op dit punt zelfs beduidend verder dan Manne. Voor Manne was de beurskoers van een aandeel een indicator voor de relatieve prestaties van de vennootschapsleiding. Voor Easterbrook en Fischel bevatte de beurskoers nog meer informatie. Niet alleen de prestaties van het management, maar ook de specifieke inrichting van het bestel van corporate governance van de betreffende onderneming was in de prijs verwerkt.

Easterbrook en Fischel verwoordden dit zelf als volgt: *“The net effects, for good or ill, will influence the price investors pay for stock. If the managers make the ‘wrong’ decision – that is, choose the inferior terms from the investors’ point of view – they must pay for their mistake. To obtain an (inefficient) right to divert opportunities they must pay in advance. The same process applies to terms adopted later; undesirable terms reduce the price the stock fetches in the market, so that investors who buy thereafter will get no less than they pay for. All the terms in corporate governance are contractual in the sense that they are fully priced in transactions among the interested parties. They are thereafter tested for desirable properties; the firms that pick the wrong terms will fail in competition with other firms for competing capital. It is unimportant that they may not be ‘negotiated’, the pricing and testing mechanisms are all that matter, as long as there are no effects on third parties. This should come as no shock to anyone familiar with the Coase Theorem.”*¹⁴⁵ Hiermee was het laatste ontbrekende puzzelstuk gelegd voor de normatieve verbinding tussen marktwerking en corporate governance. Ondernemingen met een inferieure inrichting van hun corporate governance zouden het op de kapitaalmarkt afleggen tegen ondernemingen met een betere governance, simpelweg omdat de betere governance in de aandelenkoers zou zijn verdisconteerd. Ondernemingen waarvan de aandelen tegen een hogere koers werden verhandeld zouden makkelijker kapitaal kunnen ophalen dan ondernemingen met een lagere beurskoers. Als gevolg van dit proces zouden ondernemingen met inferieure governance als vanzelf hun governance aanpassen dan wel het onderspit delven. In de visie van Easterbrook en Fischel zou de regulering van corporate governance dus aan de markt overgelaten kunnen worden.

Op het punt van de veronderstelde werking van de markt voor corporate governance grepen Easterbrook en Fischel impliciet terug op het concept van de Efficient Market Hypothesis. Zij stelden voorop dat de beurskoersen van aandelen in feite worden bepaald door de aan- en verkoopbeslissingen van professionele investeerders. Zij vervolgden: *“A great deal of data, including evidence that most professional investors are unable to ‘beat the market’*

145. Ibid, p. 17.

supports the position that prices quickly and accurately reflect public information about firms."¹⁴⁶ Deze stelling kwam in feite neer op een bevestiging van de 'semi-strong' variant van de EMH waarvan de geldigheid volgens Easterbrook en Fischel aan de hand van een 'great deal of data' kon worden vastgesteld. Volgens Easterbrook en Fischel ging de verwerking van 'public information' in de beurskoers zo ver dat alle publiekelijk beschikbare informatie over de governance van een onderneming in de koers tot uitdrukking kwam: "*One might say that the effects of obscure terms in articles of incorporation will be too small to affect price, but prices turn out to be sensitive to changes in governance. As we proceed, we discuss many studies showing how changes in the articles and other structural features have measurable, and predictable effects on price. It turns out to be hard to find any interesting item that does not have an influence on price! No surprise.*"¹⁴⁷ Hiermee namen Easterbrook en Fischel aan dat de beurskoers van een bepaald aandeel daadwerkelijk kon worden gebruikt als graadmeter voor de governance van de achterliggende onderneming.

Wel hielden Easterbrook en Fischel in hun verhandeling over de werking van het marktmechanisme twee slagen om de arm. Als eerste stelden ze dat vast dat beurskoersen niet te allen tijde een 'perfecte' weergave boden van alle beschikbare informatie. Hiermee gaven Easterbrook en Fischel toe dat markten niet altijd efficiënt werkten. Ze haastten zich echter te zeggen dat als deze imperfectie al voor markten voor professionele investeerders gold, dit nog veel meer zou gelden voor wetgevers en toezichhouders: "*[I]f professional investors with their fortunes on the line are unable to anticipate the true effects of nonvoting stock or some other wrinkle, how are members of state legislatures or other alternative rule givers to do better?*"¹⁴⁸ In algemene zin stelden zij: "*[I]t does not matter if markets are not perfectly efficient, unless some other social institution does better at evaluating the likely effects of corporate governance devices. The prices will be more informative than the next best alternative, which is all anyone can demand from any advice.*"¹⁴⁹ In deze opmerking ligt een waardeoordeel besloten over de superioriteit van de markt boven de staat. Dit oordeel klonk destijds al bij Coase door – al durfde Coase anders dan bijvoorbeeld Friedman deze stelling niet onomwonden te poneren zonder nader empirisch onderzoek – en past ook overigens goed in de 'Chicago School' waarin Easterbrook en Fischel waren opgeleid. Met deze opmerking veegden Easterbrook en Fischel elke discussie over het al dan niet efficiënt werken van markten van tafel: zelfs als een markt inefficiënt zou zijn, dan zou het bij gebrek aan een beter alternatief van overheidswege nog altijd het best beschikbare mechanisme voor het monitoren van governance vormen.

146. Ibid, p. 19.

147. Ibid, p. 20.

148. Ibid, p. 19.

149. Ibid.

De tweede slag om de arm betrof een voorzichtige herformulering van de informatieve waarde die van beurskoersen uitging. Easterbrook en Fischel stelden dat geen efficiënte absolute beurskoers nodig was (dat wil zeggen een prijs die op elk moment precies de waarde van de onderneming weergeeft), maar alleen een efficiënte relatieve koers (dat wil zeggen veranderingen in de onderneming moeten zich in koersbewegingen vertalen). Ook was het verdisconteren van de governance van een onderneming in de beurskoers qua informatie en beoordeling eenvoudiger dan het verrekenen van meer onzekere factoren zoals toekomstverwachtingen. In hun eigen woorden: *“Even those who believe that markets are not particularly efficient concede that changes in prices reflect the marginal value, to investors outside the managerial group, of publicly disclosed information about the firm. Governance structures are known to anyone seeking the information, so the pricing mechanism will embody their effects for good and ill. It is easy to attach prices to risks of theft and incompetence, compared with attaching prices to, say, new products and other business prospects. Anyone who thinks markets even bearably good at pricing future profits from well-managed firms must think them better at pricing the effects of governance structures.”*¹⁵⁰

De twee slagen om de arm van Easterbrook en Fischel kwamen op hetzelfde neer: van de beurskoersen op de aandelenmarkt gaan relevante signalen uit over de governance van de aan deze beurs genoteerde ondernemingen. Via een serie kwalificaties hielden Easterbrook en Fischel de centrale aanname van de ‘semi-strong’ variant van de Efficient Market Hypothesis voor wat betreft governance overeind. In de beurskoersen was volgens Easterbrook en Fischel alle publiekelijk beschikbare informatie over de governance van de achterliggende ondernemingen verdisconteerd. Zodoende kon het toezicht op – en het handhaven van – adequate inrichting van corporate governance aan de markt worden overgelaten.

4.5.4 De benadering van aandeelhouders als ‘residual claimants’

Uit het bovenstaande blijkt dat de bijdrage van Easterbrook en Fischel aan de ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht er vooral in heeft bestaan dat zij verbanden legden tussen ideeën en concepten die eerder al los van elkaar en in verschillende wetenschappelijke disciplines waren ontwikkeld. Zij droegen tenminste op één punt ook zelf actief bij aan de rechtseconomische theorievorming. Dit punt betrof de herformulering van de ‘residual claimants’-benadering van aandeelhouders in beursvennootschappen.¹⁵¹ In feite reikten Easterbrook en Fischel in de betreffende passages een normatief argument aan voor de stelling dat het voor bestuurders van beursvennootschappen *efficiënt* was om zich bij de vervulling van hun taken uitsluitend

150. Ibid, p. 21.

151. Ibid, p. 28-39.

naar de belangen van de aandeelhouders te richten. Hiermee was de laatste ontbrekende component van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht ingevuld: de taakopdracht van de vennootschapsleiding.

Het concept van ‘residual claimants’ hangt samen met de contractstheorie van Jensen en Meckling waarin een onderneming wordt voorgesteld als een ‘nexus of contracts’. Hierop voortbouwend hadden Fama en Jensen in twee gezamenlijke artikelen uit 1983 een meeromvattende theorie van het fenomeen ‘residual claims’ geformuleerd.¹⁵² Wat betreft aandeelhouders in beursvennootschappen kwam hun theorie kort gezegd op het volgende neer. In de ‘nexus of contracts’-benadering van de onderneming is bij een deel van deze ‘contracts’ geen sprake van een vaste overeenkomst in juridische zin, maar van een rechtsrelatie die vanwege het ‘vrijwillige’ karakter in rechtseconomische zin als contractueel wordt aangeduid. Dergelijke rechtsrelaties verschillen van overeenkomsten in juridische zin dat geen sprake is van een vastomlijnde vordering. Zo ook bij aandeelhouders in hun verhouding tot de vennootschap. Anders dan bijvoorbeeld obligatiehouders, leveranciers en klanten hebben zij geen vaste – contractueel afdwingbare – vordering op de vennootschap. Aandeelhouders komen pas voor uitkeringen door de vennootschap in aanmerking wanneer na voldoening van alle contractuele verplichtingen van de vennootschap aan derden een voor uitkering vatbaar vermogen – in de regel winst – resteert. Omgekeerd komen aandeelhouders in geval van faillissement of liquidatie van de vennootschap pas in aanmerking voor een uitkering indien na voldoening van alle andere crediteuren nog een ‘residu’ aan vermogen beschikbaar is. In lijn met deze gedachte werden aandeelhouders van beursvennootschappen in economisch perspectief door Fama en Jensen aangeduid als ‘*residual risk bearers*’ of ‘*residual claimants*’.¹⁵³

Easterbrook en Fischel onderschreven in algemene zin deze residual claimants-benadering: “*Investors bear the risk of failure (sometimes we call them ‘risk bearers’) and receive the marginal rewards of success. Equity investors are paid last, after debt investors, employees, and other investors with (relatively) ‘fixed’ claims. These equity investors have the ‘residual’ claims in the sense that they only get what is left over – but they get all of what is left over.*”¹⁵⁴ Tegen deze achtergrond onderzochten Easterbrook en Fischel vervolgens hoe bestuurders van beursondernemingen ertoe gebracht zouden kunnen worden om de onderneming op een dusdanige wijze te besturen dat er daadwerkelijk nog een netto winst ter verdeling onder de aandeelhouders als ‘residual claimants’ zou overblijven. Als uitgangspunt merkten Easterbrook en Fischel op dat de druk van de

152. E.F. Fama & M.C. Jensen, ‘Separation of Ownership and Control’, *Journal of Law & Economics* 1983, p. 301-325 en E.F. Fama & M.C. Jensen, ‘Agency Costs and Residual Claims’, *Journal of Law & Economics* 1983, p. 327-349.

153. Fama/Jensen 1983a, p. 302-303 en (uitgebreider) Fama/Jensen 1983b, p. 328-333.

154. Easterbrook/Fischel 1991, p. 10-11.

markt – in het bijzonder de concurrentie op de kapitaalmarkt – er al voor zou zorgen dat bestuurders van beursondernemingen zich naar de belangen van hun investeerders – begrepen als het behalen van zo hoog mogelijke netto winsten – zouden richten.¹⁵⁵ Anders gezegd: ondernemingen die kapitaal van aandeelhouders aan wilden trekken (of blijven trekken) zouden zich uit concurrentieoverwegingen ook naar de belangen van deze aandeelhouders richten. Ook wezen Easterbrook en Fischel op het bestaan van ‘*fiduciary duties*’ tussen de *board* en de aandeelhouders, waarmee in hun ogen vanuit economisch perspectief de ‘*incomplete contracts*’ tussen deze groepen aangevuld konden worden.¹⁵⁶

Easterbrook en Fischel formuleerden op basis van de ‘*residual claimants*’ benadering ook twee normatieve argumenten voor het bij uitsluiting nastreven moeten van de belangen van aandeelhouders door bestuurders. Ten eerste betoogden zij dat het uit economisch oogpunt niet wenselijk was om via de band van het ondernemingsrecht van bestuurders van beursvennootschappen te verlangen om met andere belangen dan die van aandeelhouders rekening te houden. Ter onderbouwing van dit betoog gebruikten Easterbrook en Fischel een combinatie van de *agency theory* met een variatie op de *residual claimants*-benadering. Ten eerste voerden ze aan dat het inefficiënt was om bestuurders meer dan één belang tegelijk te laten nastreven: “[A] *manager told to serve two masters (a little for the equity holders, a little for the community) has been freed of both and is answerable to neither. Faced with a demand from either group, the manager can appeal to the interest of the other. Agency costs rise and social wealth falls. Far better to alter incentives by establishing rules that attach prices to acts (such as pollution and layoffs) while leaving managers free to maximize the wealth of the residual claimants subject to the social constraints.*”¹⁵⁷ Dit is een klassiek *agency cost*-argument: een diffuse taakopdracht geeft een bestuurder de ruimte om zijn eigen belangen na te streven in plaats van die van zijn principalen (de aandeelhouders). Om te voorkomen dat een bestuurder deze ruimte benut, moet hij een eenduidige doelstelling opgelegd krijgen, te weten het maximaliseren van aandeelhouderwaarde. Inbreuken op maatschappelijke belangen, zoals behoud van werkgelegenheid of het tegengaan van vervuiling, zouden door de wetgever tot een kostprijs gekwantificeerd moeten worden, bijvoorbeeld via een belasting op milieuvervuiling. De kosten van een dergelijke belasting kunnen vervolgens door bestuurders worden verdisconteerd in hun streven naar het behalen van een zo hoog mogelijke winst. Immers, betalen voor vervuiling betekent in de regel minder winst, tenzij de te behalen winst de kostprijs van de vervuiling overstijgt. Kort en goed: wanneer aan elk maatschappelijk belang een prijs

155. Ibid, p. 4-6.

156. Ibid, p. 91.

157. Ibid, p. 38.

HOOFDSTUK 4

kan worden toegekend, kan de markt volgens Easterbrook en Fischel via de werking van de Coase Theorem wel voor een maatschappelijk optimaal resultaat zorgen.

Het tweede argument van Easterbrook en Fischel lag in het verlengde van de residual claimants-benadering. Zij benadrukten dat er geen inherente tegenstelling was tussen de belangen van aandeelhouders bij een zo hoog mogelijke netto winst en de belangen van andere bij de onderneming betrokkenen zoals werknemers, crediteuren en klanten: *“Another reason is no less important but more often missed: maximizing profits for equity investors assists the other ‘constituencies’ automatically. The participants in the venture play complementary rather than antagonistic roles. In a market economy each party to a transaction is better off. A successful firm provides jobs for workers and goods and services for customers. The more appealing the good to customers, the more profit (and jobs). Prosperity for stockholders, workers and communities goes hand in glove with better products for customers.”*¹⁵⁸ Met andere woorden, een bestuurder hoefde geen keuze te maken tussen tegengestelde belangen, maar kon zich richten op één gezamenlijk belang, namelijk het behalen van zo veel mogelijk winst voor de aandeelhouders. Wanneer de aandeelhouders als residual claimants, dat wil zeggen als laatsten in de rij, zoveel mogelijk uitgekeerd krijgen, dan zal iedereen die voor hen in de rij staat (werknemers, crediteuren, etc) immers ook alles hebben gekregen waar hij/zij contractueel recht op had. Door deze – verleidelijke – abstractie van Easterbrook en Fischel kon het belangenconflict in de onderneming in één klap worden ‘opgelost’.

4.5.5 Incentives

Naast de hierboven genoemde twee normatieve argumenten voor het aannemen van een primaat van de belangen van aandeelhouders in de taakopdracht van bestuurders vonden Easterbrook en Fischel nog een derde normatief argument voor hun stelling in een koppeling van de residual claimants-benadering met het krachtenveld van prikkels (*‘incentives’*) van de bij de beursonderneming betrokken personen en groeperingen. Hier ging het niet alleen om de vraag of bestuurders zich bij de vervulling van hun taken uitsluitend naar de belangen van de aandeelhouders zouden moeten richten, maar ook om de bredere vraag welke groep binnen de onderneming qua prikkels het beste geschikt was om economisch optimale beslissingen te nemen. Hierover overwogen Easterbrook en Fischel: *“Shareholders are the residual claimants to the firm’s income. Creditors have fixed claims and employees generally negotiate compensation schedules in advance of performance. The gains and losses from abnormally good or bad performance are the lot of the shareholders whose claims stand last in line. As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective*

158. Ibid.

choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions. (...) [M]anagers' knowledge that they are being monitored by those who have the right incentives (...) leads managers to act in shareholders' interests in order to advance their own careers and to avoid being ousted."¹⁵⁹

De ken van het hierboven weergegeven argument is een bewerking van een redenering uit een eerder artikel van Easterbrook en Fischel uit 1983. In dit artikel hadden zij betoogd dat het voor het aanvullen van de 'incomplete contract' tussen aandeelhouders en bestuurders economisch efficiënt was om naast 'fiduciary duties' voor bestuurders ook stemrecht aan aandeelhouders toe te kennen.¹⁶⁰ Hierbij moet wel de kanttekening worden gemaakt dat deze redenering tegen de achtergrond van het toenmalige binnen de Verenigde Staten gangbare model van het ondernemingsrecht, in het bijzonder het ondernemingsrecht van de staat Delaware, moet worden begrepen. In dit model hadden (en hebben) aandeelhouders materieel gezien alleen de bevoegdheid om te stemmen over voorstellen tot benoeming en ontslag van 'directors'. Nota bene, de 'officers' zoals de Chief Executive Officer maken niet altijd deel uit van de 'board of directors', dus het stemrecht van aandeelhouders strekt zich niet per definitie tot de benoeming en ontslag van de (uitvoerend) bestuurders uit. Easterbrook en Fischel onderkennen dit impliciet door te stellen dat aandeelhouders uit praktische overwegingen hun bevoegdheden tot het nemen van 'discretionary decisions' aan de board delegerden. Het ligt dan ook niet voor de hand dat hun stelling dat aandeelhouders over de beste prikkels beschikken om de meest efficiënte beslissingen te nemen bedoeld was als pleidooi om aandeelhouders daadwerkelijk via het stemrecht meer zeggenschap over inhoudelijke aangelegenheden te geven.

Eerder lijken Easterbrook en Fischel te hebben beoogd om een normatief accent in de verhouding tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders aan te leggen. Aandeelhouders zijn als groep binnen de vennootschap vanuit hun positie als 'residual claimants' intrinsiek het beste geëquipeerd om de best mogelijke (lees: economisch efficiënte) beslissingen aangaande de vennootschap en de onderneming te nemen. Praktisch gezien zou het evenwel niet mogelijk zijn om de aandeelhouders telkens via een soort vergadering op de Atheense Akropolis tot besluiten over elke specifieke aangelegenheid te laten komen. Het is daarom vanuit economisch oogpunt efficiënter om een groep personen aan te stellen, de

159. Ibid, p. 67-68.

160. Zie Easterbrook/Fischel 1983, p. 403: "As the residual claimants, the shareholders are the group with the appropriate incentives (...) to make discretionary decisions. The firm should invest in new products, plants etc, until the gains and costs are identical at the margin. Yet all of the actors, except the shareholders, lack the appropriate incentives. (...) The shareholders receive most of the marginal gains and incur most of the marginal costs. They therefore have the right incentives to exercise discretion."

HOOFDSTUK 4

‘board’, om deze besluiten te nemen. Bij deze besluitvorming zou de board zich nog steeds naar de belangen van de aandeelhouders dienen te richten. De board (de vennootschapsleiding) zou als het ware die besluiten moeten nemen die de gezamenlijke aandeelhouders zouden hebben genomen als zij zelf in staat zouden zijn gesteld om over het onderwerp te stemmen (en als stemmen kosteloos was geweest). Doet de vennootschapsleiding dit niet, dan neemt zij vanuit economisch perspectief suboptimale besluiten. In dat geval is het wenselijk (lees wederom: efficiënt) als de aandeelhouders ingrijpen door de vennootschapsleiding te vervangen. Zoals Easterbrook en Fischel zelf opmerkten: “[M]anagers exercise authority at the sufferance of investors.”¹⁶¹ Anders gezegd, de vennootschapsleiding vervult haar taken dus bij gratie van de aandeelhouders.

De aandeelhoudersgeoriënteerde benadering van Easterbrook en Fischel en andere rechtseconomen wordt nog wel eens in verband gebracht (of verward) met de op ‘shareholder value’ (aandeelhouderswaarde) gerichte stroming in de populaire managementliteratuur. De laatstgenoemde stroming ziet op het ontwikkelen van ondernemingsstrategieën die de meeste waarde voor aandeelhouders creëren. De bekendste uitdrukking van deze stroming is het boek *Creating Shareholder Value: a Guide for Managers and Investors* van de Amerikaanse business school-hoogleraar Rappaport uit 1986. Hoewel er zeker raakvlakken en dwarsverbanden zijn tussen het aandeelhoudersgeoriënteerd model van corporate governance enerzijds en het op aandeelhouderswaarde gerichte strategisch kader anderzijds was de shareholder value-benadering van Rappaport – zeker in zijn latere publicaties¹⁶² – genuanceerder dan op het eerste gezicht wordt vermoed. Zo werd de na te streven aandeelhouderswaarde niet gelijk gesteld aan de hoogte van de beurskoers op enig moment, maar lag hieraan een uitgebreide(re) berekening ten grondslag. Toch wordt het boek van Rappaport, mede vanwege de populariteit dat het destijds in andere landen zoals Duitsland genoot, tegenwoordig ook wel in een negatieve connotatie aangemerkt als een typerend voorbeeld van het Amerikaans neoliberaal gedachtengoed dat in de jaren ’80 een opmars maakte in het Europese bedrijfsleven.¹⁶³

161. Easterbrook/Fischel 1991, p. 67.

162. Een reprise van de shareholder value-benadering is A. Rappaport, ‘Ten Ways to Create Shareholder Value’, *Harvard Business Review* september 2006, bron: <<http://www.hbr.org>>.

163. In deze zin bijvoorbeeld de Duitse voormalig minister van financiën Steinbrück. Zie P. Steinbrück, *Unterm Strich*, Hamburg: Hoffmann und Campe Verlag 2010, p. 74.

Easterbrook en Fischel presenteerden al met al dus een drievoudig normatief argument voor het bij uitsluiting sturen door de vennootschapsleiding op de belangen van aandeelhouders:

- (i) een diffuse ondernemingsdoelstelling stelt managers in staat om hun eigen belangen na te streven, met alle ‘agency costs’ van dien;
- (ii) er is geen inherente tegenstelling tussen de belangen van aandeelhouders en de belangen van andere bij de vennootschap betrokken personen en groeperingen; en
- (iii) beslissingen die bij uitsluiting door de belangen van aandeelhouders zijn ingegeven zijn vanuit economisch oogpunt het meest efficiënt voor de onderneming.

Easterbrook en Fischel leverden hiermee als eersten een geïntegreerde rechtseconomische ‘*business case*’ aan voor een aandeelhoudersgeoriënteerd model van governance voor beursondernemingen.

Easterbrook en Fischel hebben met hun werk een belangrijke stap gezet in de verspreiding en de popularisering van deze rechtseconomische benadering binnen de juridische wetenschap. Het succes van hun boek zorgde voor een internationaal verspreidingsbereik van de door hen geformuleerde ideeën. Voorts droeg het enkele feit dat Easterbrook en Fischel zelf geen economen, maar juristen waren kennelijk bij aan de geloofwaardigheid en aanvaardbaarheid van hun rechtseconomische analyse in rechtswetenschappelijke kringen. Het is interessant om te constateren dat Easterbrook’s aanstelling als rechter zelfs in de Nederlandse literatuur – toen en nu – als verklarende factor voor het succes van de law & economics-beweging of zelfs als autoriteitsargument voor de bruikbaarheid van aan law & economics ontleende ideeën in de praktijk wordt gebezigd.¹⁶⁴ Wat hier ook verder van zij, vast staat dat Easterbrook en Fischel in hun boek enkele cruciale ideeën en inzichten uit de hoek van economie en finance voor een breder (juridisch) publiek hebben ontsloten en deze ideeën en inzichten op een voor leken begrijpelijke wijze als een geïntegreerd en samenhangend

164. Zie voor voorbeelden M.G. Faure, ‘Law and Economics: belang voor het privaatrecht’, *WPNR* 2011 (6912), p. 1058 (“*De law and economics benadering werd (...) razend populair in de VS. (...) Het feit dat vooraanstaande rechtseconomen zoals Richard Posner zelf, maar ook Frank Easterbrook en Robert Bork belangrijke posities kregen binnen federale gerechtshoven heeft daar uiteraard ook aan bijgedragen.*”) en H.J. de Kluiver, ‘Het einde van de rechtspersoonlijkheid: een rechtseconomisch perspectief’, in G. van Solinge et al (reds.), *Relativering van Rechtspersoonlijkheid*, Van der Heijden-reeks nr. 114, Deventer: Kluwer 2012, p. 92 (“*In de rechtspraak zijn beschouwingen ontleend aan Law & Economics inzichten en benaderingen dan ook bepaald geen zeldzaamheid meer: Posner – net als de eerder genoemde Easterbrook trouwens (inmiddels zelfs Chief-Judge van een federaal Court of Appeals) – is niet voor niets al 30 jaar rechter in een federale Court of Appeals en hij is in de VS zeker niet de enige rechter met een rechtseconomische achtergrond en/of belangstelling.*”)

HOOFDSTUK 4

geheel hebben gepresenteerd. Hiermee hebben zij ontegenzeggelijk een grote bijdrage geleverd aan de verdere ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht.

Als we terugkijken naar de in de inleiding aangehaalde passage uit het ‘End of History’-artikel van Hansmann en Kraakman (zie §4.1), dan blijkt dat alle elementen van het door Hansmann en Kraakman geformuleerde aandeelhoudersgeoriënteerde model van corporate governance in de bovenstaande verhandeling – beginnend bij Coase en culminerend in het werk van Easterbrook en Fischel – de revue zijn gepasseerd. Bestuurders hebben zich enkel naar de belangen van aandeelhouders te richten (de agency theory van Jensen en Meckling gecombineerd met de residual claimants-benadering van Easterbrook en Fischel), de belangrijkste maatstaf voor de belangen van aandeelhouders is de marktwaarde van hun aandelen (de efficiënte kapitaalmarkt van Fama en de market for corporate control van Manne) en de onzichtbare hand van de markt kan in alle verhoudingen als zelfcorrigerend mechanisme worden ingezet om een economisch optimaal resultaat te bereiken zo lang alle belemmeringen voor een dergelijke marktwerking maar weggenomen zouden worden (de Coase Theorem zoals toegepast in de markt voor corporate governance van Easterbrook en Fischel). De voornaamste contouren van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht waren hiermee geformuleerd.

4.6 Onvangst van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht in de Nederlandse rechtswetenschap

4.6.1 *Inleiding*

De vorige paragrafen beschreven de ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht in de Amerikaanse stroming van law & economics. In het hiernavolgende staat de invloed van deze rechtseconomische benadering in de Nederlandse rechtswetenschap centraal. In het bijzonder is de komende verhandeling gericht op de vraag in hoeverre aan law & economics ontleende inzichten en ideeën hebben bijgedragen aan de verschuiving in normatieve opvattingen binnen de Nederlandse rechtswetenschap over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Een voorvraag hierbij is *of* er inderdaad een dergelijke verschuiving heeft plaatsgevonden en zo ja, in welke mate. Zoals bij elke ideeëngeschiedenis is het spoor van rechtseconomische ideeën in het Nederlands ondernemingsrechtelijk gedachtengoed niet makkelijk te reconstrueren. Stellige conclusies vallen aan de hand van een dergelijke analyse ook niet te trekken. Toch vallen er wel degelijk enige opvallende dwarsverbanden aan te wijzen tussen de import van law & economics en de gedachtenvorming in de Nederlandse rechtswetenschap op het gebied van het ondernemingsrecht. Deze dwarsverbanden zullen hierna worden belicht.

4.6.2 Vermeldingen in juridische tijdschriften

In de Nederlandse juridische literatuur doken medio jaren '80 de eerste wetenschappelijke artikelen in tijdschriften op waarin prominent naar de in bovenstaande paragrafen genoemde publicaties werd verwezen. Hierbij moet worden opgemerkt dat de twee toonaangevende Nederlandse tijdschriften die hoofdzakelijk op het ondernemingsrecht waren georiënteerd, te weten *De N.V.* en *TVVS*, indertijd niet alleen over juridische materie berichtten, maar juist ook artikelen bevatten over fiscale, bedrijfseconomische en soms zelfs monetair-economische ontwikkelingen. Voor beide tijdschriften was deze multidisciplinaire oriëntatie een historisch gegeven. Zo had *De N.V.* had sinds jaar en dag naast juristen ook bedrijfseconomen in de redactie en prominente economen als Heertje en Van Duijn verzorgden met een zekere regelmaat gastbijdragen aan het blad. Zo kon het gebeuren dat juristen in aanraking kwamen met de in bovenstaande paragrafen beschreven economische theorieën via artikelen van bedrijfseconomen. In hoeverre deze stukken ook door juristen gelezen zijn, is natuurlijk niet na te gaan, maar in ieder geval kan worden vastgesteld dat de beroepsgroep van wetenschappelijk georiënteerde ondernemingsrechtjuristen- waarvan aangenomen mag worden dat zij de ondernemingsrechtelijke tijdschriften in ieder geval op hoofdlijnen volgden – vanaf medio jaren '80 in de eigen vakbladen van de relevante economische theorieën kennis had kunnen nemen.

De agency theory van Jensen en Meckling lijkt voor het eerst in de Nederlandse juridische literatuur te zijn geïntroduceerd in een artikel van Barkema en Moerland uit 1984.¹⁶⁵ Dit artikel is kennelijk geschreven als een korte introductie voor juristen van de achterliggende theorieën bij het toen opkomende verschijnsel van variabele bezoldiging van bestuurders van beursvennootschappen. De auteurs plaatsten dit fenomeen voornamelijk in het perspectief van de agency theory, verwijzend naar het standaardwerk van Jensen en Meckling,¹⁶⁶ om het prikkelend effect van variabele beloning te onderbouwen.¹⁶⁷ Ook andere artikelen van bedrijfseconomen die daarna in de juridische vakbladen verschenen vertoonden hetzelfde stramien: de economische theorieën werden niet als absolute waarheden opgevoerd, maar eerder als een perspectief waarvanuit ontwikkelingen in de praktijk konden worden verklaard.

165. H.G. Barkema & P.W. Moerland, 'Naar een meer flexibele beloningsstructuur: een agency-theoretische benadering', *De N.V.* 1984, p. 168-173.

166. Jensen/Meckling 1976.

167. Dit onderwerp is nadien ook uitgebreid beschreven, wederom aan de hand van de agency-theory, in H.G. Eijgenhuijsen, J.G.J.F. Oudejans & G. Rietkerk, 'Aandelenopties voor management en personeel sterk in opkomst', *De N.V.* 1987, p. 1-16.

HOOFDSTUK 4

De door de economen gesignaleerde praktijkontwikkelingen hadden vooral betrekking op de tumultueuze overnamemarkt in de Verenigde Staten in de jaren '80. Zo verschenen er in *De N.V.* economische beschouwingen over nieuwe verschijnselen zoals 'leveraged buyouts',¹⁶⁸ terwijl de golf van vijandige overnames in de Verenigde Staten in dezelfde periode kennelijk inspiratie bood voor artikelen over de rol van het bestuur in geval van ongeïnviteerde overnamebiedingen.¹⁶⁹ Bij deze artikelen hadden de auteurs niet de kennelijke bedoeling om zich te mengen in de op dat moment in Nederland lopende politieke en maatschappelijke discussies over onderwerpen als beschermingsconstructies. Afgaande op de verwijzingen in de betreffende artikelen beoogden de auteurs eerder om verslag te doen van nieuwe ontwikkelingen in de Verenigde Staten en van de nieuwe economische inzichten die door hun Amerikaanse vakgenoten met het oog op die ontwikkelingen – vaak op basis van empirisch onderzoek – hadden geformuleerd. Een eigen politieke agenda van de auteurs valt in deze artikelen althans niet te ontwaren.

Een uitzondering was het opstel van Rietkerk, bedrijfseconoom en tevens redactielid van *De N.V.*, over handel met voorkennis.¹⁷⁰ Met deze bijdrage mengde Rietkerk zich nadrukkelijk in de toen lopende discussie over de herziening van de beursregels om misbruik van voorwetenschap tegen te gaan. Hij presenteerde hierbij een onder meer op de Efficient Market Hypothesis geënte analyse, waarin hij onder meer het standaardwerk van Fama en enkele daarop voortbouwende empirische studies besprak.¹⁷¹ Een opmerkelijk detail hierbij was dat de Amerikaanse empirische studies waarop Rietveld zich beriep op een enkele uitzondering na alle dateerden uit de periode rond 1970, de bloei-periode van de EMH. Rietkerk concludeerde op basis van de door hem geraadpleegde empirische studies dat de 'weak-form' variant van de EMH (toekomstig koersverloop is onafhankelijk van koersverloop in het verleden, de 'random walk' aanname) voor zowel de Amerikaanse aandelenmarkt als ook voor de Amsterdamse aandelenmarkt 'niet kon worden verworpen'.¹⁷² Ook de 'semi strong-form' variant van de EMH achtte Rietkerk op basis van de empirische studies bewezen voor de Amerikaanse aandelenmarkt; hij stelde voor de Nederlandse aandelenmarkt dat daarvoor nog geen relevant empirisch onderzoek beschikbaar was.¹⁷³ Mede op basis van deze bevindingen formuleerde

168. J. Bruining & A.C. de Jong, 'Prestatieverbetering na management buy-out in het licht van de agency-theorie', *De N.V.* 1989, p. 229-235 en P.J.M. Buskermolen, 'Leveraged Buy-Outs: welvaartsscheppend of welvaartstransformerend?', *De N.V.* 1991, p. 42-48.

169. G. Rietkerk, 'Bestuursonvriendelijke overnames; 'countervailing power', een economische analyse', *De N.V.* 1988, p. 45-54.

170. G. Rietkerk, 'Effectentransacties door ingewijden', *De N.V.* 1984, p. 179-184.

171. Rietkerk 1984, p. 182-183 (onder meer verwijzend naar Fama 1970 en Fama et al. 1969).

172. *Ibid.*, p. 182.

173. *Ibid.*, p. 183.

Rietkerk de aanbeveling om tijdige en gelijktijdige informatie van de beursvennootschap aan haar beleggers te verzekeren teneinde het 'fair game' karakter van de aandelenmarkt te bevorderen.¹⁷⁴ Daarbij was zijn gedachte dat openbaar gemaakte informatie meteen in de koers zou worden verwerkt ('semi strong'-variant van de EMH), zodat het voor beleggers met voorwetenschap op dat moment niet meer mogelijk zou zijn om gebruik makend van de voorwetenschap een koerswinst te behalen. Zo gebruikte Rietkerk indirect de Efficient Market Hypothesis als steunargument voor een beleidsmatige aanbeveling op het gebied van wet- en regelgeving.

4.6.3 *Slagter en De Kluiver*

Het zou enige tijd duren voordat ook juristen in de sfeer van het ondernemingsrecht het gedachtengoed van de hierboven genoemde economische leerstukken (kenbaar) zouden oppikken. Een van de eersten, zo niet de eerste, was Slagter. In zijn Rotterdamse diesrede van 1988 getiteld *Macht en Onmacht van de Aandeelhouder* had Slagter een uitgebreide rechtseconomische beschouwing over de machtspositie van de aandeelhouder in verschillende soorten vennootschappen opgenomen, waarin hij tevens een uiteenzetting van de agency theory van Jensen en Meckling had verwerkt.¹⁷⁵ Slagter's rechtseconomische beschouwing paste goed in de multidisciplinaire traditie van de Rotterdamse rechtenfaculteit en dit onderdeel van zijn rede zal dan ook wellicht als uithangbord voor de 'Rotterdamse school' zijn bedoeld. Hoewel uit zijn verhandeling duidelijk bleek dat Slagter welwillend stond tegen het gebruiken van rechtseconomische benaderingen als gezichtspunt, legde hij bij de toepassing ervan wel de nodige terughoudendheid aan de dag. Zo weersprak hij de stelling van Jensen en Meckling dat de verhouding tussen aandeelhouders en bestuurders als een 'pure agency relationship' kon worden gekwalificeerd door te stellen dat aan verspreide aandeelhouders geen instructierecht toekwam.¹⁷⁶ Ook elders in zijn stuk betrachtte Slagter de nodige zorgvuldigheid in het uit elkaar houden van (rechts) economische theorieën enerzijds en geldend recht anderzijds. In vergelijking met

174. Ibid, p. 184.

175. W.J. Slagter, *Macht en Onmacht van de Aandeelhouder*, diesrede Erasmus Universiteit Rotterdam, gehouden op 8 november 1988, Deventer: Kluwer 1988, p. 18-24. Slagter vermeldde terloops dat de Erasmus Universiteit sinds enkele jaren nauwe relaties onderhield met de University of Rochester, de instelling waaraan Jensen en Meckling ten tijde van de publicatie van hun beroemde artikel verbonden waren. Zie Slagter 1988, p. 21.

176. Slagter 1988, p. 23: "In zijn algemeenheid zou ik dan ook niet de stelling van Jensen en Meckling willen onderschrijven dat 'the relationship between the stockholders and manager of a corporation fits the definition of a pure agency relationship...'. Dat prijsgeven van het instructierecht is de prijs, die moet worden betaald voor de 'separation of ownership and control', de onvermijdelijke en meestal ook wenselijke splitsing tussen kapitaalverschaffers en de leiding."

HOOFDSTUK 4

de toenmalige ondernemingsrechtelijke literatuur was Slagter's rechtseconomische benadering zonder meer vernieuwend. Het is goed denkbaar dat anderen dit voorbeeld hebben willen volgen.

Een onmiddellijke opvolging van de rechtseconomische benadering van Slagter door anderen bleef uit, al doken in de jaren erna in de ondernemingsrechtelijke literatuur wel sporadisch verwijzingen naar rechtseconomische boeken en artikelen. Zo dook het in 1991 gepubliceerde boek van Easterbrook en Fischel (zie §4.5) reeds in 1992 voor het eerst in de Nederlandse literatuur op via een verwijzing in een artikel van Timmerman.¹⁷⁷ De eerste wetenschapper binnen het Nederlandse ondernemingsrecht die zich na Slagter opwierp als pleitbezorger van het integrale gebruik van rechtseconomische inzichten was De Kluiver. Gedurende 1993 en 1994 bracht De Kluiver, destijds universitair hoofddocent aan de Rijksuniversiteit Limburg (thans Universiteit van Maastricht) een periode door als gastwetenschapper aan enkele Amerikaanse law schools, waaronder een periode aan de Yale Law School. Sinds het pionierswerk van Calabresi¹⁷⁸ had Yale een sterke positie als onderwijs- en onderzoeksinstituut op het gebied van law & economics opgebouwd. Zo was onder redactie van Yale-hoogleraar Romano in 1993, een jaar voor De Kluiver's verblijf aldaar, de eerste editie verschenen van *The Foundations of Corporate Law* verschenen.¹⁷⁹ In dit boek, dat in de Verenigde Staten zou uitgroeien tot een standaardwerk op het gebied van het ondernemingsrecht, waren veel van de hierboven genoemde (rechts)economische artikelen van onder meer Jensen/Meckling, Manne en Easterbrook/Fischel – in verkorte vorm – opgenomen.¹⁸⁰ Mogelijk heeft De Kluiver zich in belangrijke mate tijdens zijn verblijf in de Verenigde Staten laten inspireren door de in Nederland op dat moment nog relatief onbekende stroming van law & economics.

Nog tijdens zijn verblijf te Yale brak De Kluiver in een artikel in *TVVS* in 1994 een lans voor het betrekken van law & economics perspectieven in het ondernemingsrecht.¹⁸¹ In het artikel gaf De Kluiver voorts een overzicht van de belangrijkste uitgangspunten van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht, waarbij hij de Coase Theorem, de agency theory, de nexus

177. L. Timmerman, 'Is versoepeling van het Nederlandse n.v./b.v.-recht wenselijk?', *TVVS* 1992, p. 164, noot 6 (verwijzend naar Easterbrook/Fischel 1991).

178. Calabresi 1961. Zie hiervoor §4.2.

179. R. Romano (red.), *Foundations of Corporate Law*, New York: Foundation Press 1993.

180. De boeken en artikelen die geheel of gedeeltelijk in de *Foundations of Corporate Law* zijn opgenomen en die in dit hoofdstuk zijn besproken en/of genoemd zijn achtereenvolgens Jensen/Meckling 1976, Malkiel 1973, Easterbrook/Fischel 1985, Easterbrook/Fischel 1989, Easterbrook/Fischel 1983, Manne 1965, Easterbrook/Fischel 1981 en Easterbrook/Fischel 1984.

181. H.J. de Kluiver, 'Het vennootschapsrecht dient te worden versoepeld...en verscherpt: een rechtseconomisch perspectief', *TVVS* 1994, p. 174-179.

of contracts-benadering en de Efficient Markets Hypothesis kort aanstipte.¹⁸² Opmerkelijk genoeg plaatste De Kluiver het werk van Jensen en Meckling expliciet in de context van het vennootschapsrecht en de vennootschapsrechtelijke theorievorming, terwijl het een economische theorie betrof.¹⁸³ Voor het overige maakte De Kluiver wel degelijk een onderscheid tussen recht en rechtseconomie. De door hem bepleite praktische toepassing van rechtseconomische benaderingen was dan ook van een duidelijke caveat voorzien: “*Of men de stormachtige opkomst van het Law & Economics denken nu toejuicht of niet, negeren lijkt niet verstandig. Integendeel, het zou, ook in de Nederlandse situatie, wel eens van nut kunnen blijken om ons meer vertrouwd te maken met rechtseconomische inzichten en (rekenkundige) technieken. Uiteraard dienen die inspanningen dan wel te worden gericht op problemen van Nederlands vennootschapsrecht. Men denke bijvoorbeeld aan de vraag naar functie en nut, kosten en baten, van preventief toezicht bij oprichting van rechtspersonen, en aan de vraag naar effecten, nut en kosten van het structuurregime.*”¹⁸⁴

Twee jaar later was De Kluiver, inmiddels hoogleraar, in een uitgebreid *NJB*-artikel nog stilliger dan in zijn eerdere opstel over de noodzaak van het incorporeren van law & economics in de ondernemingsrechtswetenschap.¹⁸⁵ In plaats van de bestudering van law & economics enkel aan te moedigen zoals hij in zijn eerdere artikel had gedaan, zocht De Kluiver in zijn nieuwe bijdrage nadrukkelijk de confrontatie op met de op dat moment gangbare wijze van wetenschapsbeoefening binnen het ondernemingsrecht. Volgens hem leidde het gebrek aan rechtseconomische analyses en empirisch onderzoek in het ondernemingsrecht tot een ‘tekort’ in de ondernemingsrechtswetenschap. Een economische benadering van het ondernemingsrecht zou volgens De Kluiver meer inzicht kunnen geven in de effectiviteit en efficiëntie van bestaande regelingen en zou voorts een ‘een nuttig tegenwicht bieden tegen het vaststellen van, of behouden, van regelingen die met name de uitkomst zijn van een (beperkte) juridische rationaliteit of van een proces van machtsvorming door belangengroepen in een politieke context.’¹⁸⁶

De Kluiver had blijkbaar niet tot doel om een bepaalde rechtspolitieke agenda op het terrein van het ondernemingsrecht te bepleiten, maar zal eerder hebben beoogd om het toetsen van de rechtspolitieke agenda van anderen aan de hand

182. De Kluiver 1994, p. 174-175 en noten 4-9 (onder meer verwijzend naar Coase 1960, Jensen/Meckling 1976, Easterbrook/Fischel 1991 en Romano et al. 1993).

183. Ibid, p. 175 (“*Wat betreft het vennootschapsrecht zijn sinds het midden van de jaren '70, door Jensen en Meckling, twee concepten centraal gesteld die nog steeds de vennootschapsrechtelijke theorievorming bepalen.*”)

184. Ibid, p. 175.

185. H.J. de Kluiver, ‘Mag het nog ietsje meer zijn? Over tekort, overvloed en onbehagen in het ondernemingsrecht’, *NJB* 1996, p. 1439-1451.

186. De Kluiver 1996, p. 1450.

van rechtseconomische inzichten te bevorderen. De in zijn artikel opgenomen verwijzingen naar de Amerikaanse standaardwerken op het gebied van law & economics in het ondernemingsrecht¹⁸⁷ en naar de (rechts)economische bijdragen die eerder in de Nederlandse literatuur waren gepubliceerd¹⁸⁸ lijken vooral als doorverwijzing naar algemene achtergrondinformatie te zijn bedoeld en niet als onderbouwing voor een specifieke inhoudelijke stelling of mening. In zoverre bepleitte De Kluiver voor de Nederlandse rechtswetenschap alleen het aanhaken bij rechtseconomische methodes, niet zozeer het overnemen van bevindingen en conclusies van reeds in het buitenland verricht rechtseconomisch onderzoek in het Nederlandse ondernemingsrecht.¹⁸⁹ De Kluiver's aansporing tot internalisering van een rechtseconomische benadering in de wetenschapsdiscipline van het Nederlandse ondernemingsrecht heeft evenwel – aanvankelijk – weinig navolging gekregen. Door andere schrijvers is niet op het *NJB*-artikel van De Kluiver gereageerd en tot een sterke groei van publicaties uit rechtseconomisch onderzoek in de ondernemingsrechtelijke tijdschriften is het ook niet gekomen. Toch is het werk van De Kluiver op dit onderwerp wel degelijk belangrijk geweest. Via zijn artikelen ontsloot De Kluiver immers een rijke hoeveelheid Amerikaanse law & economics-literatuur voor een Nederlands publiek, althans hij maakte zijn vakgenoten en andere geïnteresseerde lezers op het bestaan ervan attent.

4.6.4 *Indirecte doorwerking*

Uit het bovenstaande blijkt dat in de Verenigde Staten ontwikkelde (rechts)economische concepten als de agency theory, de market for corporate control en de Efficient Market Hypothesis weliswaar gedurende de jaren '80 tot medio jaren '90 via het werk van Nederlandse economen en een enkele Nederlandse jurist zoals Slagter en De Kluiver een zekere ingang hadden gekregen in de belevingswereld van de Nederlandse ondernemingsrechtjuristen. De directe invloed en doorwerking van deze ideeën binnen de ondernemingsrechtswetenschap bleef zoals gezegd beperkt. Wel was sprake van een indirecte invloed en doorwerking van deze ideeën in de wetenschappelijke discussies op het terrein van het ondernemingsrecht. Deze indirecte beïnvloeding verliep langs twee sporen. Ten eerste begonnen Nederlandse economen zich vanaf medio jaren '90 steeds nadrukkelijker te mengen in de op dat moment lopende discussies over de toelaatbaarheid

187. Ibid, p. 1443, noot 7 (onder meer verwijzend naar Easterbrook/Fischel 1991 en Romano et al. 1993).

188. Ibid, p. 1443, noot 8 (verwijzend naar De Kluiver 1994, Rietkerk 1988, Eijgenhuijsen/Oudejans/Rietkerk 1987, Bruining/De Jong 1989 en Buskermolen 1991).

189. De Kluiver zou dit pleidooi twee jaar later nog eens in verkorte vorm herhalen. Zie H.J. De Kluiver, 'Kort Amerikaans in het vennootschapsrecht: Corporate Governance in de VS en Nederland', *Ae* 1998, p. 407-416.

van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen en over de houdbaarheid van het structuurregime. Via economische vakpublicaties, maar ook via opiniebijdragen in kranten¹⁹⁰ en via publicaties in juridische tijdschriften namen verschillende economen actief deel aan deze lopende discussies. Sommige van deze bijdragen waren sterk opiniërend van aard,¹⁹¹ andere bijdragen waren meer beschouwend in die zin dat de auteurs de lopende discussie in een economisch kader plaatsten of met het oog hierop verslag deden van de relevante uit economisch onderzoek verkregen inzichten.¹⁹² Bij veel van deze artikelen bouwden de auteurs expliciet dan wel impliciet voort op de principaal-agent voorstelling van de relatie tussen aandeelhouders en bestuur zoals geformuleerd door Jensen en Meckling.¹⁹³ Ook andere rechtseconomische uitgangspunten zoals de veronderstelde efficiënte werking van de kapitaalmarkt en de disciplinerende werking van de overnamemarkt waren zichtbaar dan wel onder de oppervlakte in sommige van deze stukken verwerkt. Zo kreeg de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht in zekere zin alsnog een ingang in de ondernemingsrechtelijke discussies via de bijdragen van economen hieraan. Hoe dan ook, de toenemende en steeds zichtbaar wordende participatie van economen in de wetenschappelijke en maatschappelijke discussies maakte het voor juristen lastig om het economische perspectief op corporate governance nog langer vrijelijk te kunnen negeren.

De toenemende betrokkenheid van economen in de wetenschappelijke discussies over corporate governance had een belangrijk bijeffect. Doordat economen zich prominenter gingen manifesteren op het gebied van onderzoek en opinie op het gebied van corporate governance drongen zij ook de rol van ondernemingsrechtjuristen in het debat terug. Corporate governance werd als het ware ‘geclaimd’ als economisch wetenschapsgebied waarbij de maatschappelijke,

190. Met name Boot heeft zich in dit publieke debat via de krantenkolommen niet onbetuigd gelaten. Blijkens zijn digitale publicatielijst verschenen tussen 1995 en 1999 maar liefst tien opiniestukken van zijn hand over corporate governance-gerelateerde onderwerpen in het *Financieele Dagblad*, de *NRC* en de *Volkskrant*. Bron: <http://www.accf.nl/boot/pdf/Boot_CV_Eng_January_2013_2.pdf> .

191. Een uitgesproken voorbeeld is de inleiding van Wildenberg en Zwetsloot in de congresbundel die begin 1994 naar aanleiding van een congres van het Erasmus Forum over de toekomst van het structuurregime. Zie I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot, ‘Inleiding’, in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 1-5.

192. Bijvoorbeeld L.R.T. van der Goot, ‘De prijs van beschermingsconstructies’, *De N.V.* 1995, p. 134-139.

193. Zie bijvoorbeeld Van der Goot 1995, p. 134 en Rietkerk 1998, p. 285 (beide verwijzend naar Jensen/Meckling 1976).

politieke en juridische dimensies primair dienstbaar zouden moeten zijn aan economische overwegingen.¹⁹⁴ Vanuit dit perspectief schroomden bepaalde economen niet om eigen beschouwingen over het geldende ondernemingsrecht te presenteren en daarbij normatieve standpunten te betrekken over bepaalde wijzigingen die in dat geldend recht doorgevoerd zouden moeten worden.¹⁹⁵ Door deze ‘vrije’ omgang met het recht in het kader van economische beschouwingen raakten zaken als de inrichting en structuur van de vennootschapsleiding en de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders in het wetenschappelijk discours in zekere mate losgezongen van hun positiefrechtelijke context. Zo werd bijvoorbeeld de eerder door Slagter gesignaleerde discrepantie tussen de (rechts)economische voorstelling van het principaal-agent model van Jensen en Meckling enerzijds en de juridische verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders naar Nederlands positief recht anderzijds niet altijd tot uitdrukking gebracht in deze stukken en in sommige gevallen zelfs geheel veronachtzaamd.¹⁹⁶ In feite begaven economen en bedrijfskundigen zich onder de vlag van ‘corporate governance’ in de wetenschappelijke discussie over de machtsverhoudingen in Nederlandse beursvennootschappen (mede) op terreinen die daarvoor hoofdzakelijk tot het domein van rechtswetenschappers had behoord.

In het proces van ‘economisering’ van het Nederlandse wetenschappelijk debat op het gebied van corporate governance speelde de Tilburgse econoom Moerland een belangrijke rol. Moerland was in de jaren ’80 een van de eerste wetenschappers in Nederland die zich met het toen nog onbekende fenomeen van corporate governance bezighield. Afgaande op een definitie die hij in een artikel uit 1997 van het begrip corporate governance gaf, hanteerde Moerland bij de bestudering van het onderwerp een strikt

194. In deze zin Rietkerk 1998, p. 285: “*De doelstelling van een naamloze vennootschap is bij uitstek een bedrijfseconomisch vraagstuk met belangrijke implicaties van juridische aard: denk aan het contract tussen bestuur en eigenaren, de verantwoording door en het toezicht op het bestuur, de benoemingsprocedures van bestuurders en toezichhouders, de verdeling van de bevoegdheden en de delegatie van bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders naar het bestuur. De juridische uitwerkingen staan niet los van de ondernemingsdoelstelling, maar moeten de realisatie daarvan ondersteunen.*”

195. Een – overigens inhoudelijk genuanceerd – voorbeeld is A.W.A. Boot, ‘Corporate Governance: hoe verder?’, *MAB* 1999, p. 533-544. Een minder genuanceerd voorbeeld is De Jong et al. 1999.

196. Zie bijvoorbeeld Rietkerk 1998, p. 285: “*Hoewel de rechtsvorm van de naamloze vennootschap in de twintiger jaren nog niet die dominante positie in het bedrijfsleven innam als tegenwoordig, voorzag de redactie [van het tijdschrift ‘De N.V.’, FO] de betekenis van de problemen die verbonden zijn met wat heden ten dage wordt aangeduid als de separatie van de leidingfunctie van de eigendom. De leiding (bestuur, management) combineert de onderscheidene produktiemiddelen (arbeid, kapitaal) in de plaats van de eigenaren (aandeelhouders), die het uiteindelijke risico (bedrijfsrisico en faillissementsrisico) blijven dragen.*” De stelling dat aandeelhouders zijn aan te merken als eigenaren van de vennootschap is in de sfeer van law & economics een veelgehoord gezichtspunt, maar juridisch gezien is zij onjuist.

economische benadering: “*Corporate governance is het geheel van structuren, regelingen en conventies dat bepalend is voor de wijze waarop en de effectiviteit waarmede een vennootschap – door middel van een door prikkels en tucht geregeerde interactie tussen stakeholders- wordt bestuurd en gecontroleerd.*”¹⁹⁷ In zijn wetenschappelijk werk betrok hij nadrukkelijk inzichten uit de Amerikaanse (rechts)economische literatuur¹⁹⁸ die hij tevens via publicaties in Nederlandse tijdschriften voor een Nederlands publiek ontsloot, ook voor juristen.¹⁹⁹ Als onafhankelijk lid van de Commissie Peters was Moerland bovendien rechtstreeks betrokken bij het opstellen van de veertig aanbevelingen op het gebied van corporate governance (zie §3.5.4). Hoewel het rapport van de Commissie Peters geen passages bevat die één op één op het wetenschappelijk werk van Moerland zijn terug te voeren, zullen zijn ideeën over corporate governance in ieder geval in de gedachtewisseling en de beraadslaging over de aanbevelingen binnen de commissie betrokken zijn geweest en lijkt het aannemelijk dat er toch tenminste sprake zal zijn geweest van een zekere mate van indirecte invloed van Moerland op de inhoud van het uiteindelijke rapport. Een andere proponent van de economische benadering van corporate governance die zich vanaf medio jaren '90 zichtbaar met publicaties in de sfeer van het Nederlandse ondernemingsrecht begaf was de oud-journalist en bedrijfskundige Frentrop.²⁰⁰ Overigens zou Frentrop in 2002 bij Moerland promoveren.

Het tweede spoor van beïnvloeding van de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap door aan law & economics ontleende ideeën en inzichten op het gebied van corporate governance liep via de introductie van achtereenvolgens het rapport *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* van het American Law Institute (ALI) uit 1994 en later de OECD Principles of Corporate Governance uit 1999 in het Nederlandse wetenschappelijk discours. Beide rapporten zijn kort na publicatie in de Nederlandse literatuur opgepikt. Reeds in 1995 berichtte Raaijmakers in een opstel uitgebreid over de ALI Principles of Corporate Governance.²⁰¹ Later zouden ook andere

197. P.W. Moerland, ‘Corporate Governance: schakering, reikwijdte en definiëring’, *MAB* 1997, p. 661.

198. Illustratief is P.W. Moerland, ‘Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems’, *Journal of Economic Behavior & Organization* 1995, p. 17-34 met verwijzingen naar werk van onder meer Jensen, Fama, Easterbrook en Manne.

199. Zie Moerland 1995b, in feite een verkorte – en Nederlandstalige – weergave van de inhoud Moerland 1995a.

200. Zijn eerste publicatie in de sfeer van het ondernemingsrecht was P.M.L. Frentrop, ‘Corporate Governance: Snijvlak van Paradigma’s’, *De N.V.* 1995, p. 252-256. Zie ook Frentrop 1996.

201. Raaijmakers Th. 1995.

HOOFDSTUK 4

schrijvers zoals De Kluiver²⁰² en Kroeze²⁰³ dit rapport nadrukkelijk opvoeren als inspiratiebron voor de lopende Nederlandse discussie over corporate governance in het verlengde van het rapport van de Commissie Peters. De OECD Principles werden in de ondernemingsrechtelijke literatuur voor het eerst gesignaleerd door Van Ginneken,²⁰⁴ zij het dat over dit rapport en zelfs over eerdere conceptversies ervan reeds eerder in de economische literatuur over corporate governance was gerapporteerd.²⁰⁵ Van de publicaties van het ALI en van de OECD ging vanwege de status van beide gremia een zekere autoriteit uit. Beide rapporten werden inhoudelijk in de Nederlandse discussie dan ook als serieuze materie behandeld.

De ALI Principles of Corporate Governance was een meer dan 1000 pagina's tellend rapport dat was opgesteld door een groep prominente Amerikaanse hoogleraren en praktijkjuristen. De totstandkoming van de ALI Principles was een langdurig en moeizaam proces geweest, waarbij met name de Amerikaanse pro-business lobbyorganisatie, de *'Business Roundtable'*, zich had ingespannen om de aanvankelijk vergaande voorstellen uit de eerste concepten van de Principles tot een compromistekst verwaterd te krijgen. De uiteindelijke tekst van de ALI Principles was daarnaast ook in belangrijke mate beïnvloed door de rechtseconomische ideeën die in de jaren '80 in het spoor van het werk van Easterbrook en Fischel waren ontwikkeld.²⁰⁶ Mede als gevolg hiervan kende de ALI Principles in de concrete uitwerking weliswaar geen vergaande formele bevoegdheden of aanspraken aan aandeelhouders toe, maar had de aandeelhouder in de systematiek van corporate governance zoals geformuleerd door de ALI wel een sterke normatieve positie.²⁰⁷

202. De Kluiver 1998, p. 61-63.

203. M.J. Kroeze, 'De Principles of Corporate Governance', *TVVS* 1998, p. 264-268.

204. M.J. van Ginneken, 'De OESO Corporate Governance Beginselen door aandeelhouders bezien', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 157-163.

205. Zie bijvoorbeeld Boot 1999, dat verwijzingen naar zowel de OECD Principles 1999 als ook naar een concept-versie van 24 september 1998 bevat.

206. In deze zin J.R. Macey, 'The Transformation of the American law Institute', *George Washington L. Rev.* 1993, p. 1212-1232.

207. Vergelijk de hoofdregel van §2.01(a) van de ALI Principles (The Objective and Conduct of the Corporation): "*Subject to the provisions of Subsection (b) and § 6.02 (Action of Directors That Has the Foreseeable Effect of Blocking Unsolicited Tender Offers), a corporation [§ 1.12] should have as its objective the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain.*" Hier wordt 'aandeelhoudersgewin' expliciet als het na te streven doel van de vennootschap opgevoerd. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat §2.01(b) van de ALI Principles drie expliciete uitzonderingen op de hierboven weergegeven hoofdregel geven. Het is dus niet zo dat de ALI Principles een exclusieve focus op de belangen van aandeelhouders aanbevelen.

Dit geldt te meer voor de OECD Principles of Corporate Governance.²⁰⁸ Een eerdere conceptversie van de OECD Principles stipuleerde zelfs expliciet dat aandeelhouders de “*legally recognised owners of the corporation*” waren en dat de vennootschapsleiding zich bij uitsluiting naar de belangen van aandeelhouders had te richten.²⁰⁹ Na intensief lobbywerk vanuit de internationale vakbeweging is deze focus op aandeelhouders in de finale versie van de OECD Principles verlaten.²¹⁰ Los hiervan bevatten de OECD Principles 1999 nog altijd een aantal andere gezichtspunten met een oorsprong in de (rechts)economische benadering van corporate governance, zoals de focus op de market for corporate control²¹¹ en de uitgebreide aanbevelingen ten aanzien van openbaarmakingsverplichtingen (disclosure).²¹² Over de market for corporate control stelde de toelichting: “*In some countries, companies employ anti-take-over devices. However, both investors and stock exchanges have expressed concerns over the possibility that widespread use of anti-take-over devices may be a serious impediment to the functioning of the market for corporate control. In some instances, take-over defences can simply be devices to shield management from shareholder monitoring.*”²¹³ Over het belang van disclosure stelde de toelichting: “*A strong disclosure regime is a pivotal feature of market-based monitoring of companies and is central to shareholders’ ability to exercise their voting rights.*”²¹⁴ In samenhang bezien propageerde de OECD Principles de ‘moderne’ visie van het ondernemingsrecht zoals eerder gearticuleerd door Easterbrook en Fischel waarbij het toezicht op de vennootschapsleiding via marktgerelateerde disciplineringsmechanismen door de aandeelhouders werd uitgeoefend.

208. Zie bijvoorbeeld de volgende passage uit de toelichting op afdeling V van de OECD Principles 1999 (The Responsibilities of the Board), p. 42: “*Together with guiding corporate strategy, the board is chiefly responsible for monitoring managerial performance and achieving an adequate return for shareholders, while preventing conflicts of interest and balancing competing demands on the corporation.*” Ook hier wordt het behalen van een adequaat rendement voor aandeelhouders (vergelijk de ‘shareholder gain’ benadering uit de ALI Principles) expliciet als na te streven belang benoemd.

209. Boot 1999, p. 535.

210. Zie OECD Principles 1999, onderdeel V: “*The corporate governance framework should ensure the strategic guidance of the company, the effective monitoring of management by the board, and the board’s accountability to the company and the shareholders.*” Zie ook Van Ginneken 2001 (stellend dat de OECD Principles neutraal staan ten opzichte van de keuze tussen de *shareholder-* dan wel *stakeholder-*benadering).

211. OECD Principles 1999, onderdeel I.E: “*Markets for corporate control should be allowed to function in an efficient and transparent manner.*”

212. Ibid, onderdeel IV: “*The corporate governance framework should ensure that timely and accurate disclosure is made on all material matters regarding the corporation, including the financial situation, performance, ownership, and governance of the company.*”

213. Ibid, toelichting op onderdeel I.E, p. 30.

214. Ibid, toelichting op onderdeel IV, p. 37.

Concluderend kan worden gesteld dat hoewel van directe invloed van de in de Verenigde Staten ontwikkelde ideeën over de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht op de Nederlandse rechtswetenschap in de jaren '80 en '90 slechts in geringe mate sprake was, er wel degelijk een grotere mate van indirecte invloed van deze ideeën lijkt te zijn uitgegaan. De Kluiver schreef in 1996 dat beschouwingen met een rechtseconomische inslag in de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap een schaars goed waren.²¹⁵ Via een toenemende participatie van economen in het debat over corporate governance – en in zekere mate hun daarop volgende monopolisering van het onderwerp – als ook via de bestudering van buitenlandse rapporten met een onderhuidse rechtseconomische inslag zoals de ALI Principles en de OECD Principles konden rechtseconomische ideeën over het ondernemingsrecht toch een rol spelen in het juridisch debat over de herziening van het Nederlandse ondernemingsrecht, in het bijzonder het debat over de inrichting van de grote Nederlandse ondernemingen (lees: beursvennootschappen) en de verhouding van deze vennootschappen tot hun (beurs)aandeelhouders.

4.7 Afronding

Toen Kraakman in 1999 zijn verhaal over 'The End of History' in Nederland presenteerde, zullen weinigen van de aanwezigen het idee hebben gehad dat de inhoud van zijn betoog enige directe betekenis zou hebben voor het Nederlandse ondernemingsrecht. Weliswaar zou Timmerman kort daarna in een artikel de 'hegemonie' van het Amerikaanse effecten- en ondernemingsrecht aanstippen, maar hij tekende daarbij meteen aan dat het zijns inziens lopende proces van receptie van ideeën uit de Verenigde Staten iets anders was dan de door Kraakman en anderen voorspelde convergentie van rechtssystemen.²¹⁶ Toch begonnen in dezelfde periode al veel van de uitgangspunten van het door Kraakman verkondigde aandeelhoudergeoriënteerde model van corporate governance ook in de Nederlandse kringen van beleidsmakers (zie §5.2.1 hierna) en ondernemingsrechtjuristen aan aantrekkingskracht te winnen. Deze aantrekkingskracht had geen ideologische lading. Bij velen zal vermoedelijk het overheersende sentiment zijn geweest dat het klassieke model van het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen niet meer aan de eisen van de toenmalige tijd voldeed. Een verschuiving van het traditionele Rijnlandse model naar een meer op de Engelse en Amerikaanse leest geschoeid model van corporate governance, inclusief de bijbehorende oriëntatie op '*shareholder value*',

215. De Kluiver 1996, p. 1440.

216. Timmerman 2000, p. 424.

zal voor velen niet zozeer als een vrijwillige keuze, dan wel een door de wereldomstandigheden gedicteerde noodzaak zijn gepercipieerd. In zoverre was Kraakman's betoog over een wereldwijde convergentie van corporate governance naar een aandeelhoudersgeoriënteerd model in de toenmalige tijd intuïtief gezien niet onbegrijpelijk.

In dit hoofdstuk heb ik willen aantonen wat er achter de door Kraakman verkondigde ideeën uit de hoek van law & economics schuilging. Uit deze reconstructie blijkt dat de invloed van ideeën in het beste geval moeilijk meetbaar is en in het slechtste geval zelfs volstrekt ongrijpbaar. Wat wel duidelijk is, is dat het rechtseconomisch raamwerk van het ondernemingsrecht zoals opgezet door Easterbrook en Fischel in feite onder de oppervlakte op de nodige abstracties, aannames en zelfs arbitraire keuzes berust. Hoewel de rechtseconomische stroming in het ondernemingsrecht pretendeert ideologisch neutraal te zijn, draagt zij in verschillende opzichten de ideologische signatuur van de Chicago School. In de stroming van law & economics gaat men er prat op dat de theorie door empirisch onderzoek wordt bewezen, maar in feite bouwen de verschillende auteurs telkens voort op de conclusies van eerder werk uit het verleden zonder dat die conclusies opnieuw in het heden aan een empirische toets worden onderworpen. Friedman verkondigde in de jaren '50 dat het waarheidsgehalte van de aannames van een model er niet toe deden, zolang het model maar de best beschikbare benadering gaf van meetbare resultaten. Bijna vijftig jaar later waren er in het rechtseconomisch bouwwerk van Hansmann en Kraakman echter zoveel aannames, veronderstellingen, tentatief aanvaarde hypothesen en ideologische vooronderstellingen op elkaar gestapeld dat het niet meer mogelijk was om te onderscheiden welk deel van het bouwwerk bestond uit feitelijke observaties (*what is*) en welk deel uit normatieve opvattingen (*what should be*), laat staan dat de herkomst van de normatieve onderdelen nog kon worden achterhaald. Zoals in de volgende hoofdstukken nog uiteen zou worden gezet, zou juist dit gegeven later voor problemen zorgen.

Hoofdstuk 5. De omslag (1999-2004)

5.1 Inleiding

“Het structuurregime heeft de rechten van aandeelhouders verregaand ingeperkt. Daarmee past deze regeling in de na-oorlogse neiging afbreuk te doen aan eigendomsrechten. Het is inmiddels wel duidelijk dat de uitholling van eigendomsrechten schadelijk is voor de Nederlandse economie. Met het oog op de concurrentiepositie daarvan is het noodzakelijk de invloed van aandeelhouders op het beleid van de vennootschap in Nederland te herstellen.”¹

“Better disclosure will help the markets to play their disciplining role, but only if shareholders can make their voices heard. In consequence, the third element of our Action Plan is to generate shareholder power by strengthening shareholders’ rights in listed companies. I firmly believe that a more accountable relationship between shareholders and directors is necessary in order to control excesses. The flipside of the coin is, of course, that shareholders must also take their responsibilities seriously.”²

Bovenstaande citaten zijn afkomstig uit twee voordrachten van Frits Bolkestein. Tussen beide voordrachten lag een periode van iets meer dan tien jaar. Ten tijde van de eerste voordracht, in het najaar van 1993, was Bolkestein politiek leider van de VVD, de partij die in 1994 in de ‘paarse’ coalitie met de PvdA en D66 de regering van het kabinet Kok I zou vormen. Tien jaar later, ten tijde van de tweede voordracht in juni 2004, was Bolkestein inmiddels lid van de Europese Commissie waarin hij als verantwoordelijk commissaris voor het DG ‘Interne Markt’ onder meer de Europese initiatieven op het gebied van het ondernemingsrecht in zijn portefeuille had. In de tussenliggende periode van

-
1. F. Bolkestein, ‘Het oog van de meester maakt het paard vet’ in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 39.
 2. F. Bolkestein, ‘The EU Action Plan for Corporate Governance’, voordracht gehouden op 24 juni 2004 te Berlijn, EC SPEECH/04/331.

tien jaar zouden zich belangrijke wijzigingen voltrekken in het beleid en de wet- en regelgeving met betrekking tot beursvennootschappen, zowel op nationaal- als ook op Europees niveau. De meeste van deze wijzigingen zijn tussen 1999 en 2004 geëffectueerd. Zij vormen het onderwerp van dit hoofdstuk.

De hierboven weergegeven citaten wijzen op een consistentie in de opvattingen van Bolkestein. Deze constatering is niet zonder belang. De wijze waarop de periode 1999-2004 in de Nederlandse ondernemingsrechtelijke handboeken doorgaans wordt weergegeven suggereert dat de belangrijkste ontwikkelingen die zich in deze periode in de Nederlandse context hebben voorgedaan, in het bijzonder de publicatie van de Code Tabaksblat in 2003 en de herziening van de wetgeving met betrekking tot structuurregime en aanpalende onderwerpen in 2004, indertijd zijn ingegeven door veranderde inzichten die in dezelfde periode zijn ontstaan.³ Ook wordt in de tegenwoordige literatuur nog wel eens de indruk gewekt dat de Code Tabaksblat en de wetswijzigingen uit 2004 in feite ‘*event driven*’ waren, dat wil zeggen dat zij direct door bepaalde gebeurtenissen waren ingegeven. In dit verband wordt wel gewezen op de teruglopende beurskoersen aan het begin van de 21ste eeuw en op de boekhoudschandalen in de Verenigde Staten rond bedrijven zoals Enron in 2001 en 2002.⁴

-
3. Een voorbeeld hiervan is de passage uit de meest recente druk van het Handboek (bewerkt door Dortmund) over de achtergrond van het goedkeuringsrecht van de AVA voor belangrijke bestuursbesluiten op grond van artikel 2:107a BW. Dortmund presenteert artikel 2:107a BW als een uitwerking van het in de Code Tabaksblat neergelegde Principe IV dat de AVA een zodanige invloed dient te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur van de vennootschap dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van ‘checks & balances’. Zie E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, 13e druk, bewerkt door P.J. Dortmund, Deventer: Kluwer 2013, nr. 203.2. Het door Dortmund gelegde verband tussen de Code Tabaksblat en artikel 2:107a BW in de zin dat de laatste een uitwerking zou vormen van de eerste lijkt mij niet juist. Dit kan ook niet vanwege het feit dat het wetsvoorstel voor artikel 2:107a BW reeds in behandeling was op het moment dat de Commissie Tabaksblat aan haar werkzaamheden begon. Zie voor een ander voorbeeld Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 9: “*De periode vanaf de eeuwwisseling stond in het teken van een discussie over aandeelhoudersrechten en corporate governance. (...) De corporate governance discussie heeft geleid tot de Corporate Governance Code van 9 december 2003 (...). Mede in het teken van de corporate governance-discussie stond de Wet van 9 juli 2004 tot aanpassing van de structuurregeling. (...)*”
 4. In deze zin Assink 2009, p. 22-23 die de totstandkoming van de Code 2003 in het verlengde plaatst van een evaluatie van de naleving van de aanbevelingen uit het Rapport Commissie Peters 1997 door de Nederlandse Corporate Governance Stichting in 2002, welke evaluatie op haar beurt weer (mede) ingegeven zou zijn door “*de boekhoudmisstanden bij beursvennootschappen, eerst in de VS (o.a. Enron, Tyco, WorldCom, Qwest en Xerox), later ook in Europa (o.a. Ahold, Lernout & Hauspie, Parmalat en Shell)*.” Deze koppeling wekt de suggestie dat ook het boekhoudschandaal rond Ahold een directe aanleiding is geweest voor deze evaluatie. Dit is niet het geval, aangezien de eerste berichten over boekhoudmisstanden bij Ahold pas in februari 2003 bekend werden. De koppeling

Hiermee wordt – wellicht onbedoeld – de suggestie gewekt dat deze gebeurtenissen bij beleidsbepalers een omslag in denken teweeg hebben gebracht, welke omslag in denken zich vervolgens weer in concrete wijzigingen in wetgeving en beleid heeft vertaald. In deze redenering volgen wetten en regels op veranderde ideeën die up hun beurt weer hun oorsprong vinden in veranderde feiten en omstandigheden.

De constante in de opvattingen van Bolkestein laat zien dat de lijnen in ieder geval voor wat betreft de normatieve onderstroom verder teruggaan. Het is dan ook onjuist om initiatieven als de Code Tabaksblat en het EU Action Plan⁵ te duiden als enkel een *reactie* op het barsten van de internetzeepbel en de Amerikaanse boekhoudschandalen.⁶ Achter deze initiatieven ging namelijk ook een element van *actie* schuil. Zoals ik in hoofdstuk 3 uiteen heb gezet en in dit hoofdstuk verder zal uitwerken, waren de ideeën en opvattingen die aan deze initiatieven ten grondslag lagen in feite voor de eeuwwisseling al gevormd. Gebeurtenissen zoals de boekhoudschandalen bij Enron, Parmalat en Ahold vormden niet zozeer de aanleiding voor het doorvoeren van drastische wijzigingen in beleid en wet- en regelgeving, maar eerder factoren in een totaalpakket aan omstandigheden die momentum en legitimiteit verschafte voor de doorvoering van op dat moment reeds voorgenomen beleidswijzigingen en voor de effectuering van dat nieuwe beleid in wet- en regelgeving. Bolkesteins opvattingen waren niet veranderd, de mate waarin hij en zijn gelijkgezinden gehoor vonden voor hun op basis van deze opvattingen geformuleerde voorstellen wel.

Dit hoofdstuk begint waar hoofdstuk 3 is geëindigd, namelijk in 1999, en bestrijkt de periode tot aan grofweg eind 2004. Achtereenvolgens komen aan bod de ontwikkelingen die zich in deze periode hebben voorgedaan in de Nederlandse beleid (§5.2) en de relevante ontwikkelingen op Europees niveau

tussen de evaluatie van de Nederlandse Corporate Governance Stichting en de boekhoudschandalen in de Verenigde Staten is overigens wel terecht, al waren deze schandalen zeker niet de enige aanleiding. Zie J.F.M. Peters, 'Vijf jaar Corporate Governance in Nederland', in Nederlandse Corporate Governance Stichting, *Corporate Governance in Nederland 2002: de stand van zaken*, Amsterdam: Nederlandse Corporate Governance Stichting, p. 7-10, in het bijzonder p. 9 (met verwijzing naar US Sarbanes Oxley Act). Zie in dezelfde zin Cools 2005, p. 15: "Anders dan soms wordt gedacht, waren de financiële schandalen in de Verenigde Staten en de Ahold-affaire niet de belangrijkste aanleiding voor het instellen van de Commissie Tabaksblat. De initiële reden voor het kabinet om een nieuwe corporate governance-commissie in te stellen was het grotendeels mislukken van de 'Veertig van Peters'."

5. Mededeling van de Europese Commissie aan de Raad en het Europese Parlement 'Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward' van 21 mei 2003, COM (2003) 284 def.
6. In deze zin P.A. van der Schee, 'Concepts underlying regulatory responses to Enronitis', in P.H.J. Essers et al. (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 399-407.

HOOFDSTUK 5

(§5.3). Paragrafen 5.4, 5.5 en 5.6 behandelen de ontwikkelingen die zich vanuit deze achtergrond voltrokken in achtereenvolgens rechtspraak, zelfregulering en wetgeving. Bij de beschrijving van de achtergrond van al deze ontwikkelingen zal veelvuldig worden teruggegrepen op de in hoofdstuk 3 beschreven gebeurtenissen en ontwikkelingen als ook op de in hoofdstuk 4 beschreven normatieve concepten afkomstig uit de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht. Aan de hand hiervan zal ik betogen dat er op het normatieve niveau sprake is geweest van zekere constante factoren en dat de ontwikkelingen die zich vanaf 1999 hebben voltrokken in zoverre op die punten geen normatieve wending behelsden. Paragraaf 5.7 bevat enkele afrondende opmerkingen.

5.2 Wetgeving en beleid in Nederland: de aanloopfase (1999-2001)

5.2.1 *De kabinetsnota over corporate governance (1999)*

Hoofdstuk 3 sloot af met enkele opmerkingen over de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters die op 10 mei 1999 door Minister van Financiën Zalm aan de Tweede Kamer was aangeboden.⁷ De nota droeg weliswaar het opschrift van een kabinetsreactie op een onderzoeksrapport, maar qua inhoud en strekking was het stuk veel meer dan dat. In feite zette Zalm – mede namens de Minister van Economische Zaken Jorritsma (VVD), de Minister van Justitie Korthals (VVD) en de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid De Vries (PvdA) – in dit stuk een integraal kabinetsbeleid op het gebied van corporate governance voor beursgenoteerde ondernemingen uiteen. De breed opgezette beschouwing over corporate governance in Nederland in paragraaf 2 van de notitie⁸ heeft inhoudelijk geen betrekking op enige bevinding uit het rapport van de Monitoring Commissie Peters, maar lijkt eerder bedoeld als verkennende literatuurstudie ten behoeve van een bredere beleidsagenda. Een interessant gegeven hierbij is dat een belangrijk deel van de in de voetnoten vermelde bronnen afkomstig is uit de Amerikaanse economische literatuur.⁹ Een andere passage die in dit verband opvalt betreft

7. Brief van de Minister van Financiën G. Zalm aan de Tweede Kamer van 10 mei 1999 houdende kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8.

8. *Ibid.*, p. 2-8.

9. Zie onder meer de verwijzingen naar R. Morck, A. Schleifer & R.W. Vishy, 'Alternative Mechanism of Corporate Control', *American Economic Review* 1989, p. 842-852 en J. Byrd & K. Hickman, 'The case for independent outside directors', *Journal of Applied Corporate Finance* 1992, p. 78-82 (Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 3, noot 1) en naar R. La Porta, F. Lopes de Silanes & A. Schleifer, 'Corporate Ownership around the World, NBER Working Paper nr. 6625, Augustus 1998 (*ibid.* p. 8, noot 1).

een verwijzing naar de OECD Principles of Corporate Governance die nog geen maand voor het uitbrengen van de nota waren gepubliceerd.¹⁰ Deze opvallende timing zou geïnterpreteerd kunnen worden als aanwijzing dat met het uitbrengen van de kabinetsnota gewacht is totdat de finale versie van de OECD Principles was gepubliceerd zodat de Principles als (steun)argument bij het voorgestelde beleidsprogramma konden worden aangevoerd. Hoe dan ook, het onderwerp corporate governance werd in deze nota dus nadrukkelijk vanuit een internationaal en economisch georiënteerd perspectief beschouwd. Hiermee kan de nota met recht als een vooruitstrevend stuk worden aangemerkt.

De invloed van inzichten uit de economische wetenschap op de inhoud van de nota was niet alleen expliciet kenbaar via verwijzingen in voetnoten. Deze invloed was ook impliciet kenbaar. Zo bevatte de nota een aantal normatieve uitgangspunten over corporate governance die – weliswaar zonder bronvermelding – direct op bepaalde in hoofdstuk 4 hiervoor beschreven rechtseconomische concepten zijn terug te voeren. Illustratief is de algemene inleiding in paragraaf 2 van de nota:

“In tegenstelling tot ondernemingen die geleid worden door een directeur-grootaandeelhouder, is er in de grote, beursgenoteerde onderneming sprake van scheiding tussen de persoon van de manager en de verschaffer van aandelenkapitaal. (...) Aangezien de managers in principe ondernemen met andermans geld, is het denkbaar dat zij niet altijd handelen in het belang van de onderneming. Hierbij kan gedacht worden aan toeëigening van ondernemingsmiddelen of aan overvloedige emolumenten. Meer subtiel eigenbelang komt aan het licht als managers uit statusoverweging te veel overnames plegen, of uit bovenmatige risico-aversie te weinig nieuwe initiatieven ontwikkelen.”¹¹

In bovenstaand citaat ligt in wezen een geparafraseerde weergave van het centrale dilemma uit de agency theory van Jensen en Meckling besloten (zie §4.4.3).¹² Het voorbeeld van een manager die uit statusbejag teveel overnames pleegt vertoont een opvallende gelijkenis met het fenomeen ‘*empire building*’

10. Ibid, p. 11 en noot 1 aldaar.

11. Ibid, p. 2-3.

12. Zie Jensen & Meckling 1976, p. 86: “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons – the principal(s) – engage another person – the agent – to perform some service on their behalf that involves delegating some decision-making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal.”

dat in de Amerikaanse economische literatuur over corporate governance veelvuldig is beschreven, onder meer in het kader van de invloedrijke ‘*free cash flow theory*’ van Jensen.¹³ Ook elders in de tekst waren verwijzingen naar (rechts)-economische begrippen opgenomen, met name in de passages over het ‘Angelsaksische systeem’ van corporate governance,¹⁴ maar ook in de beschouwingen over het structuurregime. Zo werd over de positie van de RvC in het structuurregime opgemerkt dat de RvC “*een minder grote financiële prikkel dan de aandeelhouders [heeft] om goed toezicht te houden*” en dat “[p]assief toezicht door de RvC kan leiden tot inefficiënties.”¹⁵ De betreffende alinea besloot met: “*Uit een recent onderzoek blijkt dat een actieve, betrokken en tegelijk onafhankelijke uitvoering van de toezichthoudende taak leidt tot een verbetering van de performance van de betreffende onderneming.*”¹⁶ Uit de voetnoot bij deze zin blijkt dat het een recent Amerikaans onderzoek betrof.¹⁷ Ook hier was de internationale en interdisciplinaire oriëntatie van de nota dus goed zichtbaar.

De nota bevatte voorts een uiteenzetting over de internationalisering van het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen en over het toegenomen aandelenbezit van institutionele beleggers.¹⁸ In algemene zin merkte de nota hierover op: “*Mede door de internationalisatie van de kapitaalmarkten en de emancipatie van aandeelhouders is er echter een verhoogde aandacht voor de rol van aandeelhouders in de corporate governance van de onderneming ontstaan. Ook het toegenomen institutionele aandelenbezit rechtvaardigt een meer geprononceerde positie voor de aandeelhouders.*”¹⁹ Met de verwijzing naar de internationalisering van de kapitaalmarkten doelde het kabinet specifiek op de toegenomen activiteit van buitenlandse marktpartijen op de Nederlandse aandelenmarkt: “*Vermeldenswaardig is voorts dat van de genoemde landen in Tabel 1 [Nederland, Duitsland, Italië, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Japan], Nederland het hoogste percentage buitenlandse beleggers kent (37%). Dit impliceert dat bij de inrichting van het corporate*

13. Zie M.C. Jensen, ‘Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers’, *American Economic Review* 1986, p. 323-329.

14. Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 3 (met verwijzingen naar de “*market for corporate control*”, het “*free rider probleem*” en een “*inefficiënt mechanisme*”. Overigens is de aanduiding ‘Angelsaksisch systeem’ ongelukkig gekozen, nu de beschrijving overduidelijk op de Amerikaanse situatie is gericht.

15. *Ibid.*, p. 5.

16. *Ibid.*

17. *Ibid.*, p. 5, noot 1 (verwijzend naar I.M. Millstein & P.W. MacAvoy, ‘The Active Board of Directors and Performances of the Large Publicly Traded Corporation’, *Columbia Law Review* 1998, p. 1283-1322).

18. *Ibid.*, p. 6-8.

19. *Ibid.*

*governance systeem in Nederland niet voorbij kan worden gegaan aan ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkten.”*²⁰ Met andere woorden: Nederland zou zich bij het vormgeven van haar systeem van corporate governance voor beursondernemingen rekenschap moeten geven van het feit dat een belangrijk deel van de aandeelhouders van deze vennootschappen uit buitenlandse partijen bestond, wat weer met zich zou brengen dat in bepaalde mate ook aan de wensen van deze buitenlandse aandeelhouders tegemoet gekomen zou moeten worden om de aantrekkelijkheid van Nederlandse beursvennootschappen als beleggingsobject – en daarmee de aantrekkelijkheid van de Nederlandse financiële markten – te waarborgen.

Over het toenemend aandelenbezit van institutionele beleggers merkte de nota het volgende op: *“De institutionele beleggers (en in mindere mate de particuliere beleggers) claimen meer zeggenschap in de onderneming. (...) De institutionele oproep is door twee belangrijke redenen ingegeven. Allereerst is het voor de institutionele beleggers moeilijker geworden om ‘met de voeten te stemmen’, ofwel om hun aandelen te verkopen indien het ondernemingsbeleid hen niet bevalt. Het verkopen van grote pakketten heeft een neerwaarts effect op de koersen. Bovendien biedt de grote concentratie van aandelen een mogelijkheid om het traditionele free-rider probleem voor toezichhoudende activiteiten door aandeelhouders (aandeelhoudersactivisme) te omzeilen. Met andere woorden, een fors aandelenbezit zal een eventuele investering in aandeelhoudersactivisme eerder rendabel maken.”*²¹ De nota vervolgde met de constatering dat het toenemende aandelenbezit van pensioenfondsen en verzekeraars in de Verenigde Staten had geleid tot *“een gedeeltelijke verschuiving van een outsider model (stemmen met de voeten) in de richting van een zogenaamd ‘insider model’. De insiders (aandeelhouders met een groot belang in de onderneming) stellen zich actiever op, en verkrijgen ook betere toegang tot relevante informatie.”*²² Volgens de nota waren potentiële voordelen van dit insider model dat het zou kunnen leiden tot meer stabiele aandeelhouders voor ondernemingen, dat het zou bijdragen aan de vermindering van *“de informatie-asymmetrie tussen management en aandeelhouders”*, dat er minder sprake zou zijn van *“het free-rider probleem”* en dat institutionele beleggers *“een grote (financiële)*

20. Ibid, p. 6. De in de nota opgenomen tabel met gegevens over het aandeelhoudersbestand van beursvennootschappen in deze landen was afkomstig uit Bolt/Peeters 1997. Dat uit hetzelfde onderzoek van Bolt en Peeters was gebleken dat het percentage van aandelen in Nederlandse beursfondsen dat in buitenlandse handen was in de jaren '80 nog hoger was geweest, werd in de nota niet vermeld. Hierdoor werd ten onrechte de indruk gewekt dat het percentage van 37% het resultaat was van een recente toestroom van buitenlandse beleggers. In zoverre werd het argument van een toenemende internationalisering van de kapitaalmarkten niet door de cijfers van Bolt & Peeters ondersteund.

21. Ibid, p. 7.

22. Ibid.

*prikkel kunnen hebben om zich, waar nodig, met het beleid te bemoeien: stemmen met de voeten wordt duurder, maar zij worden nog steeds wel afgerekend op hun beleggingsresultaten.”*²³

Afgezet tegen de latere ontwikkelingen in wetgeving vormen de hierboven weergegeven zinnen samen een sleutelpassage in de rechtspolitieke gedachtenvorming over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. In samenhang bezien met een aantal eerdere beleidsmatige uitgangspunten die hiervoor in §3.5 zijn besproken geeft deze passage inzicht in de normatieve heroriëntatie op de positie van aandeelhouders in het bestel van corporate governance voor beursvennootschappen die het kabinet, althans Minister Zalm en zijn ambtenaren op het Ministerie van Financiën, indertijd voor ogen stond. De nota sprak uitdrukkelijk van “*toezichhoudende activiteiten*” van aandeelhouders en van investeringen in “*aandeelhoudersactivisme*”. Hoewel dit niet met zoveel woorden in de nota geschreven staat, werden deze verschijnselen kennelijk als een overwegend positief fenomeen beschouwd, zij het met de kanttekening dat een actievere opstelling door aandeelhouders er niet toe zou moeten leiden dat “*de (institutionele) beleggers op de plaats gaan zitten van het bestuur.*”²⁴ De feitelijke constatering dat met name institutionele beleggers doende waren om meer “*zeggenschap*” in beursondernemingen te claimen werd ook niet in afkeurende zin beoordeeld. Hieruit volgt dat de nota impliciet tot uitgangspunt nam dat (i) aan aandeelhouders in het raamwerk van corporate governance een zelfstandige, toezichhoudende rol toekomt en dat (ii) het een overwegend positieve ontwikkeling zou zijn als aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, een meer actieve invulling aan deze rol zouden geven. De normatieve positie die de nota aan aandeelhouders toekende was dus een sterkere dan de juridische positie die aandeelhouders op dat moment als gevolg van beperkingen uit hoofde van beschermingsconstructies en het structuurregime innamen.

Waardoor was deze normatieve opvatting ingegeven? Ter verklaring hiervan kan op verschillende factoren worden gewezen. Denkbaar is dat persoonlijke opvattingen van betrokkenen op de achtergrond een rol hebben gespeeld. Minister Zalm had zich eerder over aandeelhouders uitgelaten als de ‘eigenaren van de onderneming’,²⁵ een opvatting die blijkens de in de inleiding van dit hoofdstuk aangehaalde uitspraken van Bolkestein in liberale kringen kennelijk niet ongebruikelijk was. De opmerking uit de inleiding van de nota dat managers van beursondernemingen “*in principe ondernemen met andermans geld*”²⁶ sloot

23. Ibid.

24. Ibid, p. 8.

25. Aangehaald in Tamminga 2009, p. 79.

26. Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 2.

goed aan bij dit beeld. Het is echter niet aannemelijk dat enkel persoonlijke opvattingen aan de normatieve uitgangspunten van de nota ten grondslag lagen. Zo kan vanuit beleidsmatig perspectief worden gewezen op het eerdere beleidsvoornemen van Minister Zalm om de positie van aandeelhouders te versterken in het verlengde van de intensivering van het privatiseringsbeleid ten aanzien van staatsdeelnemingen (zie §3.5.2).²⁷ De in de Nota beleid inzake staatsdeelnemingen aangekondigde verschuiving van publieke taken van overheidsinstellingen naar marktconform ingerichte privaatrechtelijke rechtspersonen zou immers met zich brengen dat de overheid voor het uitvoeren van invloed op deze staatsdeelnemingen in belangrijke mate terug zou moeten vallen op de rechten en bevoegdheden die haar in de hoedanigheid van aandeelhouder ten dienste zouden staan. Juist de wenselijkheid van een marktconforme inrichting van privaatrechtelijke staatsdeelnemingen maakte dat er in dit verband voor het kabinet geen rechtvaardiging bestond voor een differentiatie tussen de overheid als aandeelhouder en private partijen in dezelfde hoedanigheid. Zo zou de overheid als aandeelhouder dus aan dezelfde beperkingen uit hoofde van het structuurregime gebonden zijn als private aandeelhouders.²⁸ Dat het kabinet dus ook in breder verband een versterking van de positie van aandeelhouders voorstond was tegen deze achtergrond bezien begrijpelijk; de overheid zou in haar hoedanigheid van aandeelhouder in staatsdeelnemingen ook zelf baat hebben bij een verruiming van de rechten en bevoegdheden voor aandeelhouders.

Naast de hierboven genoemde factoren leid ik uit de nota nog een andere factor af. Goed beschouwd ging de nota uit van het perspectief van corporate governance als een stelsel van prikkels. Op verschillende plaatsen in de nota, onder meer in de paragrafen waarin het ‘Angelsaksische systeem’ met het ‘continentale systeem’ wordt vergeleken, wordt opgemerkt dat aandeelhouders een sterke financiële prikkel hebben om goed toezicht op het bestuur te houden, althans dat de RvC in de Nederlandse context een minder grote (financiële) prikkel heeft dan de aandeelhouders om goed toezicht te houden.²⁹ Deze voorstelling

27. Nota beleid inzake staatsdeelnemingen, *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 178 nr. 2, p. 8.

28. In de Nota beleid inzake staatsdeelnemingen werd ook al voorgesteld op een mogelijke herbeoordeling van het structuurregime. Zie *ibid*, p. 8 (“*Bij structuurvennootschappen ware te bezien of er gronden zijn voor extra bevoegdheden vande aandeelhoudersvergadering.*”)

29. Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 3 (“*Een belangrijk voordeel van dit systeem [het Angelsaksische systeem, FO] is dat controle geschiedt door een groep die een groot financieel belang heeft in de onderneming (de aandeelhouders) en daarom ook geacht mag worden haar controletaak serieus te nemen.*”), p. 4 (“*Nadeel van het systeem [het continentale systeem, FO] is dat de RvC niet altijd dezelfde sterke (financiële) prikkels als de aandeelhouders heeft om goed toezicht uit te oefenen.*”) en p. 5 (“*Een zwak punt [van het Nederlandse systeem, FO] is dat de onafhankelijke positie van de RvC kan leiden tot een te geringe mate van verantwoording aan de belanghebbenden van de onderneming. Daarnaast heeft de RvC een minder grote financiële prikkel dan aandeelhouders om goed toezicht te houden.*”)

van zaken, waarin vanuit financiële prikkels bepaalde verwachtingen over gedragseffecten bij de verschillende actoren rond beursondernemingen worden beredeneerd, vertoont enige gelijkenis met de in hoofdstuk 4 beschreven rechtseconomische argumenten van Easterbrook en Fischel over de normatief superieure ‘*incentives*’ van aandeelhouders vanwege hun status als ‘*residual claimants*’ (zie §4.5).³⁰ In vergelijking tot de argumenten van Easterbrook en Fischel was de normatieve insteek van de nota echter een stuk bescheidener van aard. De nota nam tot uitgangspunt dat aandeelhouders als financieel belanghebbenden in vergelijking met commissarissen van nature een sterkere prikkel zouden hebben om het management van de onderneming te controleren. Impliciet lag hierin weer het uitgangspunt besloten dat het management van een beursonderneming, als ‘*ondernemer met andermans geld*’, gecontroleerd moest worden. Geredeneerd vanuit een stelsel van prikkels werd als het ware een extra dimensie gegeven aan de normatieve basis voor een versterking van de positie van aandeelhouders. Het was niet alleen normatief gezien juist om de aandeelhouders als eigenaren beter in staat te stellen om controle uit te oefenen over bestuurders van ‘hun’ ondernemingen, het was ook nog eens *wenselijk* met het oog op de beoogde gedragseffecten die met een actievere opstelling door aandeelhouders gegenereerd zouden kunnen worden.

5.2.2 *De voorziene rol van institutionele beleggers*

In de nota was een belangrijke rol voorzien voor institutionele beleggers. Deze groep aandeelhouders zou blijkens de nota gemobiliseerd moeten worden om een meer actieve rol binnen beursondernemingen te gaan vervullen. Deze gedachte was in lijn met de ‘*economische beschermingsconstructie*’ die Minister Zalm eerder in het kader van het Wetsvoorstel betwiste overnames had voorgesteld (zie §3.5.3). Volgens Zalm zou het afbouwen van juridische beschermingsconstructies tot gevolg hebben dat beursondernemingen zich zouden gaan inspannen om een groep vaste aandeelhouders voor de lange termijn aan zich te binden. De Nederlandse pensioenfondsen zouden volgens de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames in dit verband al hebben aangegeven dat zij zich als stabiele lange-termijn aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen op zouden willen stellen “*op voorwaarde*

30. Easterbrook/Fischel 1991, p. 67-68: “*Shareholders are the residual claimants to the firm’s income. Creditors have fixed claims and employees generally negotiate compensation schedules in advance of performance. The gains and losses from abnormally good or bad performance are the lot of the shareholders whose claims stand last in line. As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions. (...) [M]anagers’ knowledge that they are being monitored by those who have the right incentives (...) leads managers to act in shareholders’ interests in order to advance their own careers and to avoid being ousted.*”

*dat de ondernemingsstrategie van de betreffende beursvennootschap zal bijdragen aan de continuïteit van de vennootschap en belangen van aandeelhouders”.*³¹ Aan de getoonde bereidheid van de Nederlandse pensioenfondsen was dus wel een voorwaarde verbonden: beursondernemingen moesten hun stabiele aandeelhouders verdienen door met hun bedrijfsstrategie aan de wensen van deze aandeelhouders tegemoet te komen.

Tegen deze achtergrond is het niet vreemd dat in de kabinetsnota in reactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters met kennelijke instemming werd geconstateerd dat institutionele beleggers meer zeggenschap in de onderneming claimden. Kennelijk stond Zalm en de andere opstellers van de nota het doel voor ogen dat de Nederlandse pensioenfondsen zich als blok-aandeelhouder in Nederlandse beursondernemingen zouden gaan opstellen. De pensioenfondsen zouden hiermee voor de grote Nederlandse beursondernemingen een vergelijkbare rol gaan vervullen als de bankensector in Duitsland en de verzekeraars in het Verenigd Koninkrijk. Wat betreft de positie van aandeelhouders zou het mes van een dergelijke economische beschermingsconstructie vanuit beleidsmatig perspectief aan twee kanten snijden. Enerzijds gaf deze verwachte ontwikkeling een rechtvaardiging voor het stellen van grenzen aan juridische beschermingsconstructies zoals met het Wetsvoorstel betwiste overnames werd gedaan. De gedachte was dat het afbouwen van juridische beschermingsconstructies een positief effect zou hebben op de waardering van Nederlandse beursaandelen op de kapitaalmarkt – het terugdringen van het fenomeen van de ‘Dutch discount’³² – en daarmee op de aantrekkelijkheid van Nederlandse ondernemingen voor buitenlandse investeerders. Anderzijds noopte de wenselijkheid van de binding van Nederlandse pensioenfondsen als aandeelhouder in Nederlandse beursondernemingen tot beleidsmatige aandacht voor hun positie als aandeelhouder. In zekere zin werd een versterking van de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in rechtspolitiek

31. Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel betwiste overnames van 20 november 1997, *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, nr. 3, p. 12.

32. In een Nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel ter implementatie van de uiteindelijke Overnamerichtlijn (Richtlijn 2004/25 EG) omschreef Minister van Justitie J.P.H. Donner het verschijnsel van de Dutch discount als volgt: “*In het verleden werd wel gesproken over een ‘Dutch discount’. Gesteld werd dat de aandelen (of certificaten) van Nederlandse bedrijven ca. 10-30% minder waard waren ten opzichte van buitenlandse bedrijven vanwege de beschermde positie van het bestuur en de raad van commissarissen. Los van de vraag of dit objectief meetbaar is, bestond de Dutch discount in ieder geval in de perceptie van beleggers. Dit was voor buitenlandse investeerders een drempel om in Nederlandse bedrijven te beleggen.*” Zie nota n.a.v. het verslag bij wetsvoorstel ter uitvoering van Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en van de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 8, p. 24.

HOOFDSTUK 5

perspectief een middel om twee doelstellingen te bereiken, namelijk het mobiliseren van Nederlandse kern-aandeelhouders en het vergroten van de aantrekkelijkheid van Nederlandse bedrijven voor buitenlandse investeerders.

De nota had ook om een andere reden hoge verwachtingen van institutionele beleggers als betrokken aandeelhouders. Vanwege de omvang van de door hen gehouden aandelenpakketten zou het voor deze groep aandeelhouders niet mogelijk zijn om ‘met de voeten te stemmen’ door hun belang te verkopen, dit vanwege het te grote neerwaartse effect op de aandelenkoers – en daarmee het te grote verlies op de transactie – dat met een dergelijke grootschalige verkoopactie gepaard zou gaan. Indien een beursonderneming slecht zou presteren, dan zouden institutionele beleggers dus min of meer gedwongen zijn om actie te ondernemen. Waar andere aandeelhouders in dat geval als alternatief hun aandelen konden verkopen, was dit alternatief voor institutionele beleggers niet beschikbaar. Als afgeleide hiervan zouden institutionele beleggers ook een prikkel hebben om doorlopend toezicht op het bestuur te houden, dit om te voorkomen dat het ondernemingsbeleid een hun onwelgevallige wending zou nemen. Anders gezegd: institutionele beleggers zouden niet alleen de geschikte prikkels hebben om repressief op te treden, maar ook om preventief toezicht te houden. In dit kader is ook de opmerking in de nota van belang dat institutionele beleggers niet met de voeten kunnen stemmen, maar dat zij wel worden afgerekend op hun eigen beleggingsresultaten.³³ De tucht van de markt op het niveau van de achterban van de institutionele beleggers zou er volgens de nota aan bijdragen dat deze beleggers de waarde van hun beleggingen in aandelen van specifieke beursfondsen goed zouden bewaken.

Zoals in §3.4 al is opgemerkt, was het aandelenbezit van Nederlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursondernemingen medio jaren '90 relatief klein. De kennelijke verwachting van de opstellers van de nota, althans de kennelijke hoop, lijkt te zijn geweest dat de Nederlandse institutionele beleggers hun beleggingen in aandelen van Nederlandse beursondernemingen in het verlengde van de in het kader van het Wetsvoorstel betwiste overnames gedane ‘toezegging’ zouden vergroten. Deze verwachting was niet zonder grond. Ter illustratie kan gewezen worden op opmerkingen van Neervens, de toenmalige voorzitter van de bestuursraad van het ABP. Bij de presentatie van de jaarcijfers van ABP over het boekjaar 1994 op 22 juni 1995 – aan de vooravond van de privatisering van het ABP – maakte Neervens bekend dat het ABP na de privatisering de portefeuille aan beleggingen in aandelen (op dat moment nog 9% van het totaal belegde vermogen tegen 75% aan beleggingen in obligaties) aanzienlijk zou vergroten. Volgens Neervens verwachtte het ABP dat

33. Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 7.

het fonds in 2000 voor een totaalbedrag van NLG 85 miljard in aandelen zou hebben belegd. Weliswaar zou het ABP zich na de privatisering meer dan voorheen op de buitenlandse aandelenmarkten gaan richten, maar volgens Neervens zou Nederland nog altijd de “*financiële hoeksteen*” van het beleggingsbeleid van het ABP blijven.³⁴ In een interview in september 1995 maakte Neervens dit nog eens duidelijk. Volgens hem zou het ABP vanaf de privatisering per 1 januari 1996 in vijf jaar tijd het bedrag aan beleggingen in Nederlandse aandelen opvoeren van NLG 15 miljard tot NLG 28 miljard, wat zou neerkomen op bijna een verdubbeling.³⁵

Ten tijde van het uitbrengen van de kabinetsnota over corporate governance in 1999 was de situatie echter ingrijpend gewijzigd. Ook dit kan aan de hand van opmerkingen van Neervens worden geïllustreerd. Sprekend bij gelegenheid van de presentatie van de cijfers over het boekjaar 1999 op 10 mei 2000 merkte Neervens op dat het ABP in 1999 de helft van haar portefeuille aan Nederlandse aandelen had verkocht en dat de opbrengst hiervan, NLG 10 miljard, was geherinvesteerd in buitenlandse aandelen. In plaats van de eerder geraamde NLG 28 miljard was het bedrag aan beleggingen in Nederlandse aandelen per ultimo 1999 nog maar NLG 10 miljard, nota bene een afname van NLG 5 miljard ten opzichte van de beleggingsportefeuille per ultimo 1994. Gecorrigeerd voor de waardestijging van de aandelenkoersen tussen 1994 en 2000 – de waarde van de startpositie van NLG 15 miljard is in deze periode immers ook door koersstijgingen toegenomen – komt de relatieve afbouw van het Nederlands aandelenbezit van het ABP waarschijnlijk nog hoger uit. Volgens Neervens was de verschuiving niet ingegeven door het behaalde rendement, maar doordat er steeds minder sprake zou zijn van een ‘Nederlandse aandelenmarkt’.³⁶ Gemeten over de totale beleggingen had het ABP wel inmiddels 40% van haar belegd vermogen, een bedrag van NLG 129 miljard, in aandelen belegd, een stijging van 31% ten opzichte van de 9% van voor de privatisering. Ook andere institutionele beleggers zoals PGGM en de bedrijfspensioenfondsen van bijvoorbeeld Shell en Philips hadden in de tweede helft van de jaren '90 een grote mondiale aandelenportefeuille opgebouwd, in sommige gevallen tot meer dan 60% van het totaal beheerd vermogen.³⁷ Deze verschuiving naar beleggingen in aandelen door Nederlandse institutionele

34. Opgetekend in een krantenartikel getiteld ‘ABP popelt om meer in aandelen te gaan beleggen’, verschenen in *Trouw* van 23 juni 1995.

35. ‘ABP verdubbelt beleggingen in Nederlandse aandelen’, *De Tijd* 20 september 1995.

36. Kenbaar uit ‘Nederland uit de gratie bij ABP’, *AD* 11 mei 2000.

37. Deze gegevens zijn ontleend aan A.H. Siegmann, ‘Optimal Investment Policies for Defined Benefit Pension Funds, DNB Research Memorandum WO no. 728/0308 (April 2003), bron: <<http://www.dnb.nl>>, p. 15.

beleggers lijkt zich dus in hoofdzaak te hebben vertaald in een grote toename aan beleggingen in buitenlandse aandelen. Het lijkt erop dat de sterke toename van beleggingen in aandelen van Nederlandse institutionele beleggers tussen 1995 en 2000 als zodanig niet heeft geresulteerd in een significante toename van het Nederlands institutioneel aandelenbezit in Nederlandse beursvennootschappen.

Uit cijfers van een statistisch bulletin van De Nederlandsche Bank over het externe vermogen van Nederland uit 2002 blijkt dat per ultimo 2000 het totaalbedrag aan beleggingen in buitenlandse aandelen door Nederlandse partijen, hoofdzakelijk pensioenfondsen en andere institutionele beleggers, tot een bedrag van EUR 272,5 miljard beliep, tegen een bedrag van EUR 53 miljard per ultimo 1994. Van het totaalbedrag van EUR 272,5 miljard was EUR 198 miljard (73% van het totaal) afkomstig van beleggingen in buitenlandse aandelen van Nederlandse institutionele beleggers. De grootste stijging per land betrof beleggingen in Amerikaanse aandelen. Het totaalbedrag steeg hierbij van EUR 11,8 miljard in 1994 naar EUR 98,3 miljard in 2000. Omgekeerd steeg het buitenlands aandelenbezit in Nederlandse aandelen van een totaalbedrag van EUR 82,9 miljard in 1994 naar een bedrag van EUR 397,2 miljard in 2000. Grootste stijgers per land qua investeringen in Nederlandse aandelen in deze periode waren het Verenigd Koninkrijk (van EUR 18,2 miljard in 1994 naar EUR 90,7 miljard in 2000) en de Verenigde Staten (van EUR 34,6 miljard in 1994 naar EUR 144,2 miljard in 2000).³⁸ Voor een goed begrip zouden deze bedragen nog wel gecorrigeerd moeten worden voor waardestijgingen van de betreffende aandelenkoersen om de absolute stijging van het aandelenbezit inzichtelijk te maken.

Vanuit het perspectief van de pensioenfondsen en andere institutionele beleggers geredeneerd was de toegenomen focus op beleggingen in buitenlandse aandelen goed verdedigbaar. Met name de pensioenfondsen stonden in de betreffende periode onder grote rendementsdruk vanwege de vergrijzing van de bevolking, in het bijzonder het vooruitzicht van de pensionering van de generatie babyboomers. Ook op dit gebied nam het ABP een bijzondere positie in: in de loop van de jaren '80 en '90 waren de pensioenbijdragen van het fonds ver onder een kostendekkend niveau gezakt, waardoor het ABP feitelijk vanaf de privatisering in 1996 een aanzienlijk financierings- en dekkingstekort moest wegwerken.³⁹ In algemene zin konden pensioenfondsen

38. De Nederlandsche Bank (auteur: R.P. Sparling), 'Dutch external assets', *Statistical Bulletin* special issue February 2002, te raadplegen op <<http://www.dnb.nl>>, p. 28-31 en p. 93-94.

39. Zie over de ontstaansgeschiedenis van de financieringsachterstand van het ABP voorafgaand aan de privatisering het rapport 'Privatisering van het ABP' van de Rekenkamer van 16 april 1998, *Kamerstukken II*, 1997/98, 26 015, nrs. 1-2, p. 8-11.

het zich vanwege de hoge rendementsdruk niet veroorloven om bijvoorbeeld de hausse op de Amerikaanse aandelenmarkten die eind jaren '90 door sterk stijgende koersen van internet- en technologiebedrijven werd veroorzaakt – de technologie-index NASDAQ steeg alleen al in het jaar 1999 maar liefst met 85%⁴⁰ – aan zich voorbij te laten gaan. Ook was het voor institutionele beleggers prudent om naast een spreiding in beleggingsobjecten ook een grote geografische spreiding in hun portfolio aan te brengen. Dat het beheerd vermogen van Nederlandse institutionele beleggers voornamelijk buiten Nederland werd belegd was gelet op de grootte van de Nederlandse financiële markten en het aantal potentiële beleggingsobjecten dus ook niet gek. Tot slot was het door ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkten voor institutionele beleggers ook makkelijker en goedkoper geworden om in het buitenland te beleggen. In het bijzonder kan in dit verband worden gewezen op de invoering van de Economische en Monetaire Unie (EMU) op 1 januari 1999, waardoor vanaf dat moment de wisselkoersrisico's voor beleggingen binnen de EMU wegvielen.⁴¹ Bij dit alles moet wel worden opgemerkt dat de Nederlandse aandelenmarkt in dezelfde periode ook goed presteerde.⁴² Het was dus niet zo dat beleggingen in aandelen van Nederlandse beursfondsen geen rendement opleverden. Toch lijken Nederlandse institutionele beleggers hun portefeuille aan beleggingen in Nederlandse aandelen in deze periode niet te hebben uitgebouwd en was in een enkel geval – zoals het voorbeeld van het ABP illustreert – in deze periode zelfs sprake van een netto afbouw van deze portefeuille.

Aangenomen mag worden dat de hierboven beschreven ontwikkelingen indertijd in ieder geval op hoofdlijnen bekend waren bij de opstellers van de kabinetsnota over corporate governance waarin een prominente rol voor deze institutionele beleggers als kern-aandeelhouders van Nederlandse beursondernemingen was bedacht. Het is wel de vraag of de opstellers van de nota deze ontwikkelingen en de gevolgen ervan in volle omvang hebben doorzien. Opvallend is dat in de nota – in combinatie met het Wetsvoorstel betwiste overnames – in wezen werd geanticipeerd op een toename in het aandelenbezit van Nederlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursfondsen, terwijl van een dergelijke toename feitelijk geen sprake was. Niet ondenkbaar is dat dit bij de opstellers van de nota bekend was en dat de voorgestelde initiatieven op het gebied van corporate governance juist mede tot doel hadden om de aandelen in Nederlandse beursfondsen voor pensioenfondsen en

40. DNB Statistisch Bulletin 2002, p. 29.

41. De Nederlandsche Bank, 'Toegenomen gevoeligheid pensioenfondsen voor beleggingen in buitenland', *Statistisch Bulletin* juni 2009, te raadplegen op <<http://www.dnb.nl>>, p. 27.

42. Zie DNB Statistisch Bulletin 2002, p. 34, waar wordt opgemerkt dat de stijging in waarde van Nederlandse aandelen in de periode tussen 1994 en 2000 relatief sterker was dan de stijging in waarde van buitenlandse aandelen over het geheel genomen. Ook was in de periode tussen 1990 en 1999 elk jaar sprake van een stijging van de Nederlandse beursindices voor de aandelenmarkten.

andere institutionele beleggers een interessanter beleggingsobject te maken. Als dat het geval was, dan was deze beleidsmatige drijfveer niet als zodanig kenbaar uit de nota.⁴³

Men kan zich ook afvragen of de impliciete redenering dat Nederlandse institutionele beleggers meer in aandelen van Nederlandse beursfondsen zouden gaan beleggen indien de governance van Nederlandse beursondernemingen zou worden verbeterd niet te simplistisch was. Een dergelijke redenering veronderstelt dat corporate governance een belangrijke, zo niet een bepalende factor is bij beleggingsbeslissingen van institutionele beleggers, een gedachte die naar alle waarschijnlijkheid slechts in beperkte mate aansloot bij het werkelijke krachtenveld van grote rendementsdruk enerzijds en een forse toename aan grensoverschrijdende beleggingsmogelijkheden anderzijds waarin de Nederlandse institutionele beleggers eind jaren '90 opereerden. Als het zo was dat aan de nota over corporate governance mede het beleidsvoornemen ten grondslag lag om door een versterking van corporate governance van Nederlandse beursondernemingen te komen tot een grotere participatie van Nederlandse institutionele beleggers, zowel in financiële zin als ook in de zin van een actieve en betrokken invulling van hun aandeelhouderschap, dan zou dit toch een vorm van beleidsmatige *'wishful thinking'* zijn geweest.

5.2.3 *De concrete beleidsagenda uit de kabinetsnota over corporate governance*

De praktische invulling in de vorm van concrete plannen en wetgevingsinitiatieven die in de nota voor de *"meer geprononceerde positie voor de aandeelhouders"* werd voorgesteld, was qua insteek relatief bescheiden. Een verschuiving naar een meer op aandeelhouders georiënteerde invulling van het vennootschappelijk belang werd bijvoorbeeld nadrukkelijk niet beoogd.⁴⁴ Ook werd

43. Een algemeen streven om de aantrekkelijkheid van Nederlandse beursondernemingen voor investeerders te vergroten is wel zichtbaar. Zie Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 9: *"Ook via bijvoorbeeld de publicatie van kwartaalcijfers en tijdige winstwaarschuwingen kan de informatieve waarde worden verbeterd. Alleen bij voldoende informatie zullen kapitaalverschaffers bereid zijn om hun geld beschikbaar te stellen. Hierbij dient rekening te worden gehouden met het internationale karakter van de kapitaalmarkten. Eenduidige accounting standaarden versoepelen het proces van een beursnotering van Nederlandse bedrijven in het buitenland en dragen bovendien bij aan de aantrekkelijkheid van Nederlandse bedrijven voor buitenlandse investeerders. Dit komt de liquiditeit van onze kapitaalmarkt weer ten goede."*

44. In een algemene passage over het 'Continentale systeem' van corporate governance werd in de nota nog opgemerkt: *"Daarnaast hoeft de RvC met name in het Rijnlandse systeem niet eenzijdig rekening te houden met het aandeelhoudersbelang, zodat alle belangen kunnen worden meegewogen, zowel van alle belanghebbenden, als ook die op korte en lange termijn."* Zie *ibid*, p. 4.

in de nota geen concrete aanpassing van de wettelijke bepalingen over het structuurregime voorgesteld. Wel maakte het kabinet bekend dat een nader onderzoek zou worden verricht naar de feiten en de economische effecten van de in Nederland bestaande zeggenschapsverhoudingen en dat het kabinet de uitkomsten van dit onderzoek wilde afwachten alvorens concrete beleidsvoornemens ten aanzien van het structuurregime te presenteren.⁴⁵ Voorts werd vooruitlopend op dit onderzoek al een aantal concrete wetswijzigingen aangekondigd die in het verlengde lagen van aanbevelingen van de Commissie Peters. Vanwege de tegenvallende resultaten over de naleving van de door de Commissie Peters aanbevolen mogelijkheid voor aandeelhouders tot agendering van eigen voorstellen gaf het kabinet aan op dit punt met een wetsvoorstel te zullen komen.⁴⁶ Hetzelfde gold voor de voorgestelde verplichte splitsing in agenda-punten op een AVA tussen vaststelling van de jaarrekening enerzijds en decharge van bestuurders anderzijds (aanbeveling 19 Commissie Peters).⁴⁷ Met betrekking tot de aanbeveling van de Commissie Peters om te komen tot een effectief systeem van proxy solicitation verwees het kabinet naar de kort daarvoor door de AEX, VEUO en het Platform Beleggers ingestelde Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders. Daarbij gaf het kabinet aan dat de goede werking van het Communicatiekanaal zou worden gefaciliteerd door bij een apart wetsvoorstel de verplichte blokkering van aandelen voorafgaand aan een AVA te vervangen voor een systeem van een registratiedatum (record date).⁴⁸

Het belangrijkste voorgenomen wetgevingsinitiatief voor wat betreft de positie van aandeelhouders zag op een voorgenomen wettelijke regeling ter zake van de werking en doelstelling van certificering.⁴⁹ Hiermee wilde het kabinet regels stellen voor de werking van certificering in ‘vredes-tijd’. De Commissie Peters had in dit verband de aanbeveling gedaan dat houders van beursgenoteerde certificaten onder normale omstandigheden (dat wil zeggen in vredes-tijd) altijd desgewenst een volmacht van het administratiekantoor zou moeten krijgen om tijdens een AVA op de onderliggende aandelen te mogen stemmen. Hiermee zou het voor certificaathouders bij beursondernemingen met gecertificeerde aandelen mogelijk worden om onder normale omstandigheden rechtstreeks in de besluitvorming in de AVA te participeren. In de praktijk had een aantal beursfondsen met gecertificeerde aandelen, waaronder Unilever, al een dergelijke regeling in de administratievoorwaarden van de betreffende certificaten laten opnemen. Opvallend genoeg werd in de nota voorgesteld om tot een wettelijke regeling te komen via het creëren van een wettelijke grondslag in de

45. Ibid, p. 15 en 17.

46. Ibid, p. 13.

47. Ibid, p. 13-14.

48. Ibid, p. 11-12.

49. Ibid, p. 15-16.

HOOFDSTUK 5

Wet toezicht effectenverkeer 1995 om zo nadere regels over certificering in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 te kunnen stellen, een en ander met de Stichting toezicht effectenverkeer als bevoegde toezichthouder. Voor de goede orde merkte de nota nog op dat de voorgestelde regeling niet zou zien op de werking van certificering in 'oorlogstijd', hiervoor werd verwezen naar het wetsvoorstel betwiste overnames.⁵⁰

Uit het bovenstaande blijkt dat het concrete wetgevingsprogramma van de kabinetsnota over corporate governance weinig controversiële voorstellen bevatte. Dit zou kunnen verklaren waarom deze nota in de contemporaine literatuur grotendeels onopgemerkt is gebleven. Alleen Winter vroeg in een column in *Ondernemingsrecht* aandacht voor de nota en plaatste daarbij kritische kanttekeningen bij het voornemen van het kabinet om een systeem van 'proxy solicitation' na te streven en bij het door het kabinet voorgestelde onderscheid tussen vreedstijd en oorlogstijd bij certificering.⁵¹ Andere reacties in de literatuur bleven uit. Ook van onmiddellijke vervolgacties op het gebied van wetgeving, althans voor wat betreft onderwerpen zoals het voorgestelde agenderingsrecht en de aangekondigde regeling over certificering, was geen sprake. In de perceptie van de ondernemingsrechtswetenschappers zal wellicht ook hebben meegespeeld dat de nota formeel werd gepresenteerd als een kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters, een rapport dat in diezelfde ondernemingsrechtswetenschap met weinig enthousiasme was onthaald.⁵² Tegen de achtergrond van de bescheiden insteek van het wetgevingsprogramma in de kabinetsnota en de geringe impact van de nota op de wetenschappelijke discussie ligt de conclusie voor de hand dat aan deze kabinetsnota en de daarin opgenomen algemene beschouwingen over corporate governance weinig betekenis toekomt. Dat is naar mijn mening niet het geval.

De aandacht van de wetgever, wetenschap en uitvoeringspraktijk op het gebied van corporate governance ging vlak na het verschijnen van de hierboven beschreven kabinetsnota evenwel uit naar iets anders: het nieuwe voorstel voor de Dertiende Richtlijn inzake openbare overnamebiedingen. Op 21 juni 1999 werd in de Interne Marktraad bij wijze van politieke overeenstemming tussen de Raad voor de Europese Unie en de Europese Commissie een compromis bereikt over de tekst van de ontwerprichtlijn.⁵³ Het politiek akkoord op Europees niveau over deze richtlijn noopte de Nederlandse wetgever tot bezinning op twee lopende wet- en regelgevingstrajecten, te weten

50. Ibid, p. 16.

51. J.W. Winter, 'Oorlog en vrede', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 203-204.

52. Zie M.J. van Ginneken, 'Monitoring Corporate Governance in Nederland', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 13-16.

53. Hierover M.J.G.C. Raaijmakers, 'Openbare overnamebiedingen: aanpassing Nederlandse wetgeving aan dertiende EU-Richtlijn', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 293-298.

de herziening van de SER Fusiecode over openbare overnamebiedingen en het Wetsvoorstel betwiste overnames. Bij brief van 5 oktober 1999 kondigden Minister van Financiën Zalm, Minister van Justitie Korthals en Minister van Economische Zaken Jorritsma (allen VVD) een nadere analyse aan van de implicaties van de ontwerprichtlijn op de lopende wetgevingstrajecten.⁵⁴ In deze brief werd ook verwezen naar het wetgevingsprogramma uit de kabinetsnota over corporate governance in reactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters en naar het kort daarvoor ingediende wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid voor een registratiedatum ('record date') voor het op afstand uitoefenen van stem- en vergaderrechten in AVA's.⁵⁵ Hiermee werden de afzonderlijke wetgevingsinitiatieven die tot op dat moment langs verschillende schijven liepen in een onderling samenhangende context geplaatst. De discussie over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij vijandige overnamebiedingen die in het verlengde van de discussies tussen de VvdE en de VEUO een min of meer eigen leven was gaan leiden, werd met de komst van het Europese compromis over de Dertiende Richtlijn door de wetgever weer terug in het bredere verband van corporate governance gebracht.

De algemene beschouwingen in de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters over de positie van aandeelhouders van beursvennootschappen in verschillende rechtssystemen ('Angelsaksisch', 'continentaal' en Nederlands) waren niet alleen geschreven ter introductie van het onderwerp van de betreffende nota. Dit bleek bij de publicatie van de nota naar aanleiding van het verslag bij het Wetsvoorstel betwiste overnames.⁵⁶ In de inleiding van dit stuk werd expliciet verwezen naar de algemene beschouwingen uit de eerdere kabinetsnota.⁵⁷ In het verlengde hiervan werd namens de voor het wetsvoorstel verantwoordelijke ministers (wederom Zalm, Korthals en Jorritsma) het volgende opgemerkt: "*In de brief van 10 mei 1999* [de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters, FO] is

54. De bewuste brief is niet gepubliceerd, maar de inhoud is op hoofdlijnen kenbaar uit L. Timmerman, 'Kabinetsbrief over dertiende EG-Richtlijn, wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies en SER-fusiecode', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 399-400.

55. Wetsvoorstel tot wijziging van Boek 2 BW in verband met de mogelijkheid een registratiedatum te bepalen voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten in de naamloze vennootschap van 15 juli 1999, *Kamerstukken II*, 1998/99, 26 668, nrs. 1-3. Hierover M.J. van Ginneken, 'De registratiedatum in Nederland', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 404-410.

56. Nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel ter invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap van 10 november 1999, *Kamerstukken II*, 1999/2000, 25 732, nr. 9. Hierover L. Timmerman, 'Een nieuw bedrijf in de beschermingskomedie', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 419-420.

57. Zie nota n.a.v. het verslag bij wetsvoorstel betwiste overnames, *Kamerstukken II*, 1999/2000, 25 732, nr. 9, p. 3-4.

HOOFDSTUK 5

ook ingegaan op het Angelsaksische, het continentale en het Latijnse stelsel of 'model'. Het vennootschappelijk systeem, en in een ruimer verband de rol van de onderneming in de maatschappij, wordt ook door nationale en culturele factoren bepaald. Traditionele fysieke grenzen vallen echter weg onder invloed van de verdergaande Europese eenwording en de elektronische snelweg. Er is een trend naar mondialisering van product- en kapitaalmarkten. Economieën en ondernemingen worden steeds meer van elkaar afhankelijk. In de praktijk nemen de verschillende 'modellen' vaker kenmerken van elkaar over (...) Het streven is dan ook niet naar het kopiëren van een bepaald model of het opschuiven naar het Angelsaksische systeem. Het gaat om het verbeteren van de structuur van checks and balances waarbij zowel de bevoegdheden als de verantwoordelijkheden binnen de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming helder zijn omschreven. Daarbij blijft de belangrijke norm van ons vennootschap centraal staan: bestuur en raad van commissarissen richten zich bij de uitoefening van hun taak niet naar de belangen van een bepaalde groep belanghebbenden, maar naar het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Het wetsvoorstel past dus in een meer algemene ontwikkeling van aandacht voor de inrichting van de vennootschap en de verantwoording over ondernemerschap.”⁵⁸ Hiermee zochten de voor het wetsvoorstel verantwoordelijke ministers dus nadrukkelijk aansluiting bij het algemene kader dat in de eerdere kabinetsnota uiteen was gezet.

Ook op het punt van de positie van institutionele beleggers werd in de nota n.a.v. het verslag bij het Wetsvoorstel betwiste overnames de lijn doorgetrokken die in de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters was ingezet. Het antwoord namens de verantwoordelijke ministers op vragen van leden van de PvdA-fractie, die zich enthousiast hadden getoond over “*de ontwikkeling dat institutionele beleggers een stabiele verhouding willen ontwikkelen met de ondernemingen waarin zij grootaandeelhouder zijn*”, werd ingeleid met de volgende algemene opmerkingen: “*Voor de gevraagde kwalitatieve en kwantitatieve stand van zaken met betrekking tot de opbouw van een stabiele verhouding tussen institutionele beleggers en ondernemingen waarin zij grootaandeelhouder zijn wordt hier verwezen naar de [kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters, FO]. De institutionele belegger zal door zijn omvang en zijn positie in het economisch bestel in staat zijn om voldoende gekwalificeerd personeel aan te nemen om toe te zien op het bestuur, het toezicht op en het adequaat functioneren van de*

58. Ibid, p. 4. Zie instemmend Timmerman 1999c, p. 419: “*In het Nederlandse vennootschapsrecht is van oudsher gepoogd een mengeling van een meer Angelsaksische en continentale aanpak tot stand te brengen. Dat moeten wij als betrekkelijk kleine economische macht blijven nastreven.*”

onderneming. Voor de overige, veelal kleinere, aandeelhouders kan die invloed positief werken. Institutionele beleggers vragen verder vaker en meer informatie aan de onderneming. Omdat alle aandeelhouders over dezelfde informatie moeten beschikken, kunnen de kleinere aandeelhouders ook op dit punt van de actievere houding van zo'n institutionele aandeelhouder profiteren. Wij verwachten dat institutionele beleggers veelal niet zelfstandig een belang van 70% in de onderneming zullen hebben [de grens voor een doorbraak van beschermingsconstructies zoals voorzien in het wetsvoorstel, FO]. Wel kunnen ze op economische gronden ingaan op het aanbod van een potentiële bieder. Door deze mogelijkheid wordt het risico dat is verbonden aan het houden van grote pakketten effecten navenant lager.”⁵⁹

Bovenstaande citaten laten zien dat de algemene ideeën over de richting van ontwikkeling van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen en de rol die in dat kader voor institutionele beleggers zou zijn weggelegd die het kabinet had geformuleerd in de nota naar aanleiding van het rapport van de Monitoring Commissie Peters ook naadloos zijn ingepast in het kabinetsbeleid rond de regulering van overnamebiedingen zoals uitgewerkt in het Wetsvoorstel betwiste overnames. Op deze onderwerpen was derhalve sprake van een integraal opgezet kabinetsbeleid, waarbij de kabinetsnota naar aanleiding van het rapport van de Monitoring Commissie Peters in feite de blauwdruk voor de achterliggende beleidsmotieven bevatte. Ter uitvoering van dit beleid wilde het kabinet onder meer komen tot een mogelijkheid om beschermingsconstructies bij ongeënviteerde overnames onder omstandigheden terzijde te kunnen stellen, een de facto stemrecht van certificaathouders in ‘vredetijd’, een gefaciliteerd systeem van ‘proxy solicitation’, een agenderingsrecht voor aandeelhouders en aanscherping van bepaalde transparantieplichtingen voor beursvennootschappen. Afzonderlijk bezien vormde geen van deze voorstellen een majeure wijziging van het bestaande juridisch en feitelijk kader (met uitzondering van de mogelijkheid tot doorbreking van beschermingsconstructies), maar in onderlinge samenhang bezien behelsde het pakket maatregelen wel een aanzienlijke rechtspolitieke verschuiving. Slechts één element ontbrak nog in het totaalpakket: de voorgenomen herziening van de structuurregeling. Ook daar zou spoedig verandering in komen.

Over het totaalpakket aan maatregelen die op dat moment aanhangig waren merkte Timmerman eind 1999 het volgende op: “*De combinatie van de derdientende richtlijn, het wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies, de plannen uit de kabinetsreactie op Peters II en het wetsvoorstel ter vergemakkelijking van proxy-solicitation betekent dat het Nederlandse vennootschaps- en*

59. Nota n.a.v. het verslag bij wetsvoorstel betwiste overnames, *Kamerstukken II*, 1999/2000, 25 732, nr. 9, p. 9.

HOOFDSTUK 5

*effectenrecht met een flinke dosis Angelsaksisch gedachtegoed wordt geïnjecteerd. Dit is naar mijn inzicht een grotendeels niet te vermijden ontwikkeling. Inmiddels klinkt er ook een steeds luidere roep om de structuurregeling op de helling te zetten. (...) Ik ben geen voorstander van het nu wijzigen van de structuurregeling. De grote opgave voor de Nederlandse vennootschapswetgever is ervoor te zorgen dat de Nederlandse beurs-NV een mengeling is van de gedachte dat deze een rechtsvorm van de onderneming is waarin vele uiteenlopende belangen tegen elkaar moeten worden afgewogen en van het idee dat haar ordening dienstbaar aan de kapitaalmarkt dient te zijn. Wij moeten proberen de Nederlandse traditie van belangenpluralisme en streven naar consensus te combineren met nuttige elementen van de Angelsaksische benadering. De structuurregeling is in mijn ogen een arrangement met een eigen Nederlandse aanpak dat over het algemeen in de Nederlandse verhoudingen goed werkt. Dat moeten we niet zonder een zeer grondige analyse opgeven.*⁶⁰

5.2.4 *Het SER-rapport over de toekomst van de structuurregeling (2000-2001)*

Het proces om tot de door Timmerman bedoelde ‘zeer grondige analyse’ te komen was op dat moment al in gang gezet. In de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters had het kabinet aangegeven dat het ter voorbereiding van de formulering van beleidsvoornemens inzake het structuurregime een onderzoek had uitbesteed naar de feiten en economische effecten van de in Nederland bestaande zeggenschapsverhoudingen.⁶¹ Deze onderzoeksopdracht zou uiteindelijk worden uitgesplitst in twee deelonderzoeken: een empirisch onderzoek naar de toepassing van de structuurregeling dat werd uitgevoerd door ondernemingsrechtjuristen Honée en Timmerman met medewerking van Nethe en een economisch onderzoek naar de relatie tussen zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties van beursondernemingen dat werd verricht onder leiding van de Tilburgse econoom Moerland (tevens voormalig lid van de Commissie Peters). Het eindrapport van Honée, Timmerman en Nethe verscheen in februari 2000,⁶² het eindrapport van het

60. Timmerman 1999b, p. 400.

61. Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 15 en 17.

62. H.J.M.N. Honée & L. Timmerman m.m.v. M.Y. Nethe, *Rapport inzake de toepassing van de structuurregeling; zeggenschapsverhoudingen in Nederlandse beursvennootschappen*, rapport in opdracht van het Ministerie van Financiën, februari 2000.

economisch onderzoek van Moerland een maand later.⁶³ Uit het empirisch onderzoek inzake zeggenschapsverhoudingen kwam naar voren dat bij de meerderheid (56%) van de 184 onderzochte beursvennootschappen sprake was van preferente aandelen met een beschermend karakter en dat voorts bij een substantiële minderheid (22%) in plaats van beursgenoteerde aandelen sprake was van beperkt inwisselbare beursgenoteerde certificaten van aandelen.⁶⁴ De mate van formele bescherming van Nederlandse beursvennootschappen tegen beïnvloeding vanuit de aandeelhouders – permanent via certificering dan wel op afroep via preferente beschermingsaandelen – was dus relatief hoog. Uit het economisch onderzoek kwam geen eenduidige conclusie over de effecten van het structuurregime op de financiële prestaties van Nederlandse beursvennootschappen naar voren. Hoewel de onderzoekers wel indicaties hadden gevonden dat beursgenoteerde structuurvennootschappen een lager gemiddeld aandelenrendement behaalden dan beursgenoteerde niet-structuurvennootschappen was het vanwege de beperkte omvang van de steekproef van beursondernemingen niet mogelijk om tot statistisch significante conclusies te komen. Omgekeerd kon uit het onderzoek worden opgemaakt dat de onderzoekers geen indicaties hadden gevonden dat toepassing van het structuurregime *wel* tot betere financiële prestaties leidde. Ook op het punt van het effect van preferente beschermingsmaatregelen op de financiële prestaties van beursondernemingen kwamen de onderzoekers niet tot een statistisch significant resultaat. Over het effect van certificering op financiële prestaties werd wel een duidelijk resultaat gevonden: beursondernemingen met gecertificeerde aandelen behaalden een significant lager marktrendement dan beursondernemingen zonder certificering.⁶⁵

Opvallend genoeg heeft het kabinet alvorens over te gaan tot de volgende stap in het beleidsproces inzake een mogelijke herziening van de structuurregeling de (eindversies van) bovengenoemde rapporten niet afgewacht. Op 10 februari 2000 diende het kabinet een adviesaanvraag over de structuurregeling in bij

63. P.W. Moerland, J. van Helleman & Th.E. Nijman, *Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties van beursvennootschappen*, rapport in opdracht van het Ministerie van Financiën, CentER – Applied Research (KUB), 20 maart 2000. Zie voor een samenvatting van de bevindingen A. de Jong, P.W. Moerland en Th.E. Nijman, 'Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties', *ESB* 2000, p. 368-371. Zie voor een overzicht van de belangrijkste bevindingen van beide onderzoeken H.J. de Kluiver, 'Het structuurregime en beursvennootschappen: de feiten', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 453-457.

64. Honée/Timmerman/Nethe 2000, p. 12-16. Een kanttekening bij deze bevinding is dat niet is onderzocht in hoeverre een certificaathouder desgewenst een volmacht van het betreffende administratiekantoor zou kunnen verkrijgen om zelf op de onderliggende aandelen te mogen stemmen. Wanneer deze mogelijkheid bestaat, kan een houder van een beperkt- of niet inwisselbaar certificaat toch invloed uitoefenen op de besluitvorming in de AVA.

65. Zie De Jong A. et al. 2000, p. 370-371 voor een samenvatting van de onderzoeksbevindingen.

de SER.⁶⁶ In de toelichting werd de adviesaanvraag nadrukkelijk in de context geplaatst van de bredere discussie rond de corporate governance bij beursvennootschappen, maar de adviesaanvraag zelf had slechts betrekking op twee specifieke onderwerpen, namelijk een mogelijke aanpassing van de criteria voor verplichte toepassing, al dan niet in verzwakte vorm, van de structuurregeling en een mogelijke aanpassing van het structuurregime om het functioneren van de RvC als ‘correctiemechanisme’ bij falend bestuur te verbeteren. Blijkens de toelichting dacht het kabinet voor wat betreft het laatstgenoemde punt met name aan mogelijke aanpassingen rond de wijze van benoeming en ontslag van commissarissen in structuurvennootschappen. In meer algemene zin werd de SER gevraagd om te adviseren over mogelijke verbeteringen in de wijze waarop de RvC van een structuurvennootschap gemotiveerd wordt om goed toezicht te houden, de wijze waarop de RvC verantwoording aflegt over zijn functioneren en de mogelijkheden voor belanghebbenden om in te grijpen in geval van slecht toezicht door de RvC.⁶⁷ De SER werd gevraagd om binnen zes maanden over zijn bevindingen te rapporteren.

De relatief beperkte strekking van de bovengenoemde adviesaanvraag aan de SER en de timing van de aanvraag (nog voor afronding van de onderzoeksrapporten over de zeggenschapsverhoudingen bij beursondernemingen) zijn aanwijzingen om te veronderstellen dat het kabinet aanvankelijk een beperkt SER-advies voor ogen stond.⁶⁸ Onderwerpen als beschermingsconstructies en aandeelhoudersrechten werden in de adviesaanvraag niet genoemd en ook naar de bredere discussie rond de ‘stakeholdersbenadering’ van het structuurregime werd alleen in algemene zin in de toelichting bij de adviesaanvraag verwezen. Het is goed voorstelbaar dat het kabinet niet voornemens was om de SER te betrekken bij de andere wetgevingsinitiatieven op het terrein van het ondernemingsrecht die op dat moment liepen (bijvoorbeeld het Wetsvoorstel betwiste overnames) of in het vooruitzicht waren gesteld (bijvoorbeeld de regulering van het gebruik van certificering). Het was dus kennelijk nog steeds het streven van het kabinet om de verschillende voorgenomen wijzigingen in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen via afzonderlijke wetgevingstrajecten te laten verlopen.

66. De adviesaanvraag is opgenomen als Bijlage 1 bij het uiteindelijke advies van de SER. Zie SER-advies structuurregeling 2001, p. 99-102. Zie over de inhoud van deze adviesaanvraag D.C. Buijs, ‘Komt tijd, komt (Sociaal Economische) Raad?’, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 65-66.

67. SER-advies structuurregeling 2001, p. 100-101.

68. Anders Buijs 2000, p. 65 die juist betoogde dat de strekking van de adviesaanvraag breder was dan alleen de twee specifiek genoemde onderwerpen.

Dat het uiteindelijke SER-advies alsnog een bredere strekking kreeg, kan worden teruggevoerd op de aanvullende adviesaanvraag die de Tweede Kamer op 27 juni 2000 bij de SER heeft ingediend.⁶⁹ In deze aanvraag kreeg de SER de opdracht om over een aantal aanvullende onderwerpen te adviseren, waaronder het Wetsvoorstel betwiste overnames, “*in onderlinge samenhang op te nemen in een aanvullend advies, ongeacht de lopende wetgevingstrajecten of onderzoeksanalyses van de regering zelf.*”⁷⁰ De SER werd onder meer gevraagd om aandacht te besteden aan “*de wenselijkheid van meer transparantie en aan de vormgeving van het afleggen van verantwoordelijkheid, mede in het licht van de aanbevelingen van de commissies Peters I en II.*”⁷¹ De SER werd voorts gevraagd een visie te geven op het “*stakeholders- en het shareholdersmodel.*”⁷² Hiermee werd het beleidsprogramma van het kabinet zoals neergelegd in de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters (“*Peters II*” in de woorden van de adviesaanvraag) expliciet binnen de reikwijdte van deze aanvullende adviesaanvraag gebracht. In reactie op deze aanvullende aanvraag berichtte de voorzitter van de SER Wijffels op 21 augustus 2000 aan de voorzitter van de Tweede Kamer dat de relevante elementen uit de aanvullende adviesaanvraag van de Tweede Kamer niet in een apart advies behandeld zouden worden, maar dat deze elementen meegenomen zouden worden in het SER-advies dat reeds op basis van de kabinetsaanvraag in voorbereiding was.⁷³ De beoordeling van alle relevante aspecten met betrekking tot de zeggenschapsverhoudingen in Nederlandse beursvennootschappen werd daarmee in één advies en bij één adviesorgaan geconcentreerd.⁷⁴

Het uiteindelijke SER-advies werd op 19 januari 2001 gepubliceerd.⁷⁵ Hoewel het advies een titel droeg die aan de oorspronkelijke adviesaanvraag van het kabinet was ontleend (*het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*) bestreek het advies als gevolg van de aanvullende adviesaanvraag van de Tweede Kamer inhoudelijk een veel breder gebied dan alleen de structuurregeling. Het advies stond nadrukkelijk in de belangstelling vanuit de wetenschap en de praktijk. Reeds voorafgaand aan de publicatie van het advies

69. Bijlage 2 bij het uiteindelijke advies van de SER. Zie SER-advies structuurregeling 2001, p. 103-104.

70. Ibid, p. 103.

71. Ibid, p. 104

72. Ibid.

73. Bijlage 3 bij het uiteindelijke advies van de SER. Zie SER-advies structuurregeling 2001, p. 105-106.

74. Een uitzondering is de Dertiende Richtlijn, waarover de SER reeds in 1990 had geadviseerd. Zie SER-advies Dertiende Richtlijn 1990 en SER-advies structuurregeling 2001, p. 106.

75. SER-advies structuurregeling 2001.

waren de nodige opiniestukken in het *Financieele Dagblad* aan het werk van de SER gewijd⁷⁶ en het advies werd vrijwel direct na publicatie uitgebreid in de literatuur besproken.⁷⁷ Ook Moerland mengde zich vanuit zijn economisch perspectief in de discussie, waarin hij tevens rapporteerde over de resultaten van aanvullende onderzoeken van zijn Tilburgse onderzoeksgroep over de effecten van beschermingsconstructies zoals certificering op financiële prestaties die de bevindingen uit hun eerdere onderzoeksrapport nader onderbouwden en ondersteunden.⁷⁸ Moerland drukte zich daarbij stellig uit: “Zeggenschapsbeperking – door middel van certificering, dual class shares en dergelijke – blijkt tot een lagere marktwaardering van de onderneming te leiden. Zulks impliceert relatief hoge vermogenskosten. Deze kosten maken deel uit van de kostprijs van het product, hetgeen inhoudt dat de relatieve concurrentiepositie van de desbetreffende onderneming negatief wordt beïnvloed. Bovendien is de marktwaardering van belang voor de kwaliteit van het aandeel als ruilmiddel bij fusies en overnames. Ten slotte vormt een gunstige marktwaardering wellicht de meest adequate bescherming tegen onwettelijke overnamepogingen.”⁷⁹ Volgens Moerland was uit empirisch onderzoek “keer op keer” gebleken dat zeggenschapsbeperking een negatief effect had op de financieel-economische prestaties van ondernemingen.⁸⁰ Deze formulering is opmerkelijk stelliger dan de conclusies die eerder door de onderzoeksgroep van Moerland waren getrokken in het economisch onderzoek in opdracht van het Ministerie van Financiën.⁸¹

76. Zie voor enkele verwijzingen H.V. Oppelaar, ‘Congres Groningen 2000: de beursvennootschap’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 65-66 (voetnoot 1) en 71 (voetnoot 12).

77. D.C. Buijs, ‘Het SER-advies over de structuurregeling’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 116-121, F.J.P. van den Ingh, ‘Requiem voor de structuurregeling’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 226-228 en M.J. van Ginneken, ‘Het congres ‘Het SER-advies over de structuurregeling en corporate governance’’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 239-242.

78. P.W. Moerland, ‘Structuurregeling en zeggenschapsrechten’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 267-272. In de inleiding van dit artikel merkt Moerland op dat de vraag of het vanuit economisch gezichtspunt wenselijk zou zijn om de bevoegdheden van de AVA conform de voorstellen van de SER uit te breiden in algemene zin positief was te beantwoorden nu de wijzigingen volgens Moerland niet zozeer neerkwamen op een uitbreiding van de positie van de AVA, maar vanuit historisch perspectief veeleer om een teruggave van bevoegdheden aan de AVA zou gaan (Moerland 2001, p. 267). Dit lijkt me geen juiste voorstelling van zaken. Het door Moerland aangehaalde historisch perspectief lijkt alleen te zijn gebaseerd op een vergelijking op het niveau van positief recht tussen de invoering van de structuurregeling enerzijds en de voorstellen van de SER anderzijds, zonder dat gekeken is naar de feitelijke en normatieve positie die aandeelhouders ten tijde van de invoering van het structuurregime innamen.

79. Moerland 2001, p. 268.

80. Ibid, p. 269.

81. Zie voor een latere reprise P.W. Moerland, ‘Heeft certificering van aandelen nog toekomst?’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 280-285.

Hoe dan ook, deze en andere publicaties zorgden voor een bepaalde mate van concentratie van het (rechts)wetenschappelijk debat over corporate governance bij Nederlandse beursondernemingen, zij het dat een ander belangrijk deel van de discussie op dat moment nog altijd in de aparte sleutel van de Dertiende Richtlijn en het Wetsvoorstel betwiste overnames werd gevoerd.⁸² Ook de inhoud van het SER-advies zelf leende zich goed voor het bundelen van de verschillende lopende discussies over corporate governance. Hoofdstuk 2 van het SER-advies gaf, bij wijze van een schets van de achtergrond van de adviesaanvraag, een overzicht van alle op dat moment lopende wetgevings-trajecten op het gebied van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen.⁸³ Ook werden de aan de SER voorgelegde adviesaanvragen en de door de SER ingenomen standpunten nadrukkelijk in een internationale context geplaatst.⁸⁴ Vanuit deze basis kon de SER een integrale beschouwing over alle voor het Nederlandse ondernemingsrecht relevante aspecten van de lopende discussies over corporate governance presenteren.

De kern van de aanbevelingen van de SER over de structuurregeling was het voorstel om voor de benoeming van leden van de RvC bij structuurvennootschappen het systeem van coöptatie door de RvC zelf te vervangen door een rechtstreekse benoeming door de AVA. Aan deze rechtstreekse benoeming was wel een systeem gekoppeld van – in beginsel bindende – voordrachten door de RvC die op hun beurt weer gedeeltelijk op basis van een bijzondere voordracht van de betreffende Ondernemingsraad zouden worden opgemaakt. Wat betreft de bevoegdheid tot ontslag van leden van de RvC stelde de SER een collectief ‘heenzendrecht’ van de AVA ten opzichte van de RvC in geval van een vertrouwensbreuk voor. Ter onderbouwing van zijn standpunt over de benoeming en ontslag van commissarissen in structuurvennootschappen merkte de SER onder meer het volgende op: *“Grote ondernemingen moeten zich voor de voorziening in hun financieringsbehoeften veelal voegen naar de zich internationaliserende financiële markten. In het veranderende internationale decor leggen de voortschrijdende internationalisering van het bedrijfsleven – met name in het kader van de Europese Unie – en de internationalisering van de financiële markten een toenemend gewicht in de schaal bij de beleidsvorming in ondernemingen. Daarvan getuigen ook de in hoofdstuk 2 genoemde OECD-Principles of Corporate Governance. In het bijzonder bij*

82. Zie bijvoorbeeld J.N. Schutte-Veenstra, ‘Een vergadering over en amendementen op de dertiende EG-richtlijn’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 61-66, L. Timmerman, ‘Wint de aandeelhouder?’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 75-76 en H.M. de Mol van Otterloo, ‘De biedplicht van artikel 5 van de dertiende EG-richtlijn’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 131-134.

83. SER-advies structuurregeling 2001, p. 20-24.

84. Zie bijvoorbeeld SER-advies structuurregeling 2001, p. 15-17 (algemeen) en p. 50-51 (specifiek t.a.v. bevoegdheid tot benoeming van commissarissen).

beursvennootschappen oefent de (internationale) kapitaalmarkt in toenemende mate druk uit op het bestuur om meer en betere verantwoording af te leggen van het gevoerde en te voeren beleid. Mede als gevolg hiervan wordt van commissarissen steeds meer verwacht dat zij intensief toezicht houden op de hoofdlijnen van het beleid. (...) De raad meent dat het thans geldende benoemingstelsel dan ook onvoldoende recht doet aan het fundamentele gegeven dat de vennootschap risicodragend wordt gefinancierd door de aandeelhouders. Hij kent geen ander land ter wereld waar de wet een zo sterke scheiding heeft aangebracht tussen het bestuur en toezicht enerzijds en aandeelhouders anderzijds als in de huidige structuurregeling is neergelegd. In het licht van de ontwikkelingen op de internationale financiële markten zou een versterking van de invloed van aandeelhouders op de benoeming van commissarissen van structuurvennootschappen wenselijk zijn.”⁸⁵ Met deze redenering bracht de SER tot uitdrukking dat de druk vanuit de financiële markten⁸⁶ – anders gezegd: de internationalisering en professionalisering van het aandeelhoudersbestand van beursvennootschappen enerzijds en de afhankelijkheid van kapitaalmarkten voor diezelfde beursvennootschappen anderzijds – noopten tot de door de SER voorgestelde wijziging.

Dezelfde redenering legde de SER ten grondslag aan zijn algemene standpunt over de positie van aandeelhouders: *“De raad stelt vast dat er reden is voor een herwaardering van de positie van de kapitaalverschaffers bij structuurvennootschappen, met name in het licht van de ontwikkelingen op de effectenmarkten. Deze markten verlangen een deugdelijk stelsel van corporate governance dat evenwichtige relaties schept tussen kapitaalverschaffers enerzijds en ondernemingsleiding anderzijds.”⁸⁷ Het voorstel van de SER met betrekking tot de wijze van benoeming van leden van de RvC in structuurvennootschappen werd in dit verband opgevoerd als een ‘teruggave’ van een bevoegdheid die de AVA met de invoering van de structuurregeling zou zijn ontnomen.⁸⁸ Een ander deel van voorgestelde maatregelen zag op nieuwe rechten van aandeelhouders. Bij deze categorie voorstellen lijkt de SER alleen de positie van*

85. SER-advies structuurregeling 2001, p. 46-47.

86. In dit verband zijn ook de volgende algemene opmerkingen uit hoofdstuk 2 (p. 16) van het SER-advies structuurregeling 2001 relevant: *“Het actuele openbare debat inzake corporate governance wordt in belangrijke mate veroorzaakt door de internationalisering van het ondernemen in het algemeen en in het bijzonder van de vraag- en aanbodmarkten waarop internationaal opererende ondernemingen actief zijn. (...) Vooral de integratie van kapitaalmarkten speelt een grote rol. Dit verschijnsel is van grote betekenis voor de opvattingen inzake machtsverhoudingen in grote, met name beursgenoteerde vennootschappen en meer specifiek ook voor de bestuurlijke inrichting van deze vennootschappen.”*

87. SER-advies structuurregeling 2001, p. 79.

88. Ibid, p. 82. Zie in dezelfde zin Moerland 2001, p. 267.

aandeelhouders in structuurvennootschappen – en dus niet de positie van aandeelhouders in niet-structuurvennootschappen – voor ogen te hebben gestaan.⁸⁹ In de uitwerking van de verschillende voorstellen met betrekking tot deze categorie werd in het SER-advies alleen in een enkel geval expliciet onderscheid gemaakt tussen een structuurvennootschap en een niet-structuurvennootschap.⁹⁰ Uit het feit dat slechts in een enkel geval een dergelijk onderscheid is aangebracht zou opgemaakt kunnen worden dat de SER ten aanzien van de overige voorstellen uit deze categorie niet een dergelijk onderscheid beoogde. De tekst van het SER-advies biedt echter onvoldoende aanknopingspunten om een definitief oordeel hierover te kunnen dragen.⁹¹

De voorstellen op het terrein van de positie van de aandeelhouders die de SER in aanvulling op de voorgestelde wijziging van de regeling voor benoeming en ontslag van de leden van de RvC had geformuleerd strekten tot uitbreiding van de bevoegdheden van kapitaalverschaffers. Achtereenvolgens werden in het SER-advies genoemd (i) de invoering van een goedkeuringsrecht van de AVA ten aanzien van ‘gewichtige besluiten’ (ii) de invoering van een agenderingsrecht voor aandeelhouders die alleen of gezamenlijk ten minste 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen en (iii) invoering van een regeling waarbij aan certificaathouders in structuurvennootschappen een stemrecht in de AVA zou worden toegekend ten aanzien van bepaalde besluiten zoals de benoeming van commissarissen en de vaststelling van de jaarrekening.⁹² Ook haalde de SER met instemming de reeds verbeterde mogelijkheden tot ‘proxy voting’ aan, in het bijzonder de oprichting van de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders en de wettelijke regeling rond de registratiedatum.⁹³ Al deze voorstellen kwamen overeen met, of lagen in het verlengde van, de eerdere voorstellen van de Commissie Peters uit 1997 en de eerdere voorstellen uit het wetgevingsprogramma zoals in 1999 opgesteld door het kabinet in reactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters. Opvallend genoeg werd in de toelichting in het SER-advies op de voorstellen over het agenderingsrecht voor aandeelhouders en over de regulering van certificering niet verwezen naar de eerdere aankondiging van het kabinet dat het voor deze onderwerpen met wetgevingsvoorstellen zou komen.⁹⁴ In de presentatie kan

89. Ibid, p. 83 en 93.

90. Alleen het voorstel van de SER met betrekking tot certificering is in reikwijdte beperkt tot structuurvennootschappen. Zie *ibid*, p. 85-87.

91. Zie ook Buijs 2001, p. 119-120 die dezelfde onzekerheid signaleert ten aanzien van het voorgestelde goedkeuringsrecht voor de AVA van gewichtige besluiten.

92. SER-advies structuurregeling 2001, p. 83-87.

93. Ibid, p. 87.

94. Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 13-16. Elders in het SER-advies is overigens wel een algemene verwijzing naar de voorbereiding van deze wetgevingsvoorstellen opgenomen, zie SER-advies structuurregeling 2001, p. 23.

hiermee de indruk zijn ontstaan dat het eigen voorstellen van de SER betrof, terwijl de voorstellen van de SER in werkelijkheid zowel qua insteek als qua uitwerking (zeker wat betreft het agenderingsrecht) belangrijke gelijkenissen vertoonden met de voorstellen tot wetswijziging die het kabinet op dat moment reeds in voorbereiding had.

Het door de SER voorgestelde goedkeuringsrecht van de AVA voor gewichtige besluiten was wel een nieuw voorstel.⁹⁵ Dit goedkeuringsrecht zou zich volgens de SER moeten uitstrekken tot besluiten die ertoe strekken of tot gevolg hebben dat de identiteit of het karakter van de vennootschap sterk zou veranderen. Bij wijze van uitwerking werd het volgende opgemerkt: *“Behalve aan besluiten die strekken tot overdracht van de gehele of vrijwel de gehele onderneming van de vennootschap, denkt de raad hierbij aan ingrijpende besluiten als het aangaan dan wel verbreken van duurzame samenwerking met of deelneming in andere ondernemingen, in de vorm van investeringen, respectievelijk desinvesteringen. Het ingrijpende karakter kan worden uitgedrukt in een percentage van kerncijfers uit de balans zoals eigen vermogen, balanstotaal en totaal werkzaam vermogen van de vennootschap. Zodra enige transactie aan die kwantitatieve eis voldoet, zijn bestuur en RvC wettelijk gehouden te overwegen of het besluit ter goedkeuring aan de AvA dient te worden voorgelegd.”*⁹⁶ Als toelichting voerde het SER-advies enkel aan dat de SER van oordeel was dat de rol van de AVA ten aanzien van ingrijpende besluiten moest worden versterkt.⁹⁷ De specifieke redenen waar dit oordeel van de SER op was gebaseerd, werden in het SER-advies niet genoemd.

Alles overziende kan het SER-advies als een belangrijke stap in het proces tot herziening van de positie van aandeelhouders worden aangemerkt. Met zijn advies over de wijze van benoeming en ontslag van commissarissen in structuurvennootschappen en over de criteria voor toepassing van het structuurregime⁹⁸ heeft de SER in belangrijke mate de weg bereid voor het kabinet om de gewenste aanpassing van de structuurregeling te kunnen bewerkstelligen.⁹⁹ Ook de voorstellen van de SER over de versterking van de positie van aandeelhouders pakten goed uit voor het kabinet, ondanks het feit dat het kabinet

95. Anders Buijs 2001, p. 119-120 die opmerkt dat het voorgestelde goedkeuringsrecht van de AVA reeds geldend recht zou zijn: *“Het feit dat er geen richtinggevende jurisprudentie is terwijl de mijns inziens noodzakelijke goedkeuring lang niet altijd wordt gevraagd, duidt slechts op gebrek aan actiebereidheid van de aandeelhouders. De SER denkt hier wellicht niet wezenlijk anders over. Hij noemt het een bevoegdheid van de AVA ‘in het verlengde van de bevoegdheden die zij thans op grond van de wet heeft.’”*

96. SER-advies structuurregeling 2001, p. 84.

97. Ibid, p. 83.

98. Ibid, p. 70-79. Dit onderdeel van het SER-advies valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek.

99. Zie Nota beleid inzake staatsdeelnames, *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 178 nr. 2, p. 8.

aanvankelijk niet om advisering door de SER over deze onderwerpen had verzocht. Dat de SER zelfstandig tot het oordeel was gekomen dat een versterking van de positie van aandeelhouders wenselijk was en dat de SER daarbij op deelonderwerpen als het agenderingsrecht en certificering tot aanbevelingen kwam die aansloten bij de wetsvoorstellen die het kabinet ter zake al in voorbereiding had zal zeker hebben bijgedragen aan de geloofwaardigheid van het kabinetsbeleid. Ook in het proces van het creëren van draagvlak voor de door het kabinet voorgestane wetswijzigingen is met het SER-adviestraject een belangrijke stap gezet. Per saldo lijkt de advisering van de SER over de onderwerpen die niet in de oorspronkelijke adviesaanvraag van het kabinet waren inbegrepen voor het kabinet dus positief te zijn uitgepakt.

Een ander punt waar het kabinetsbeleid door het SER-advies werd versterkt was de duiding van de internationale dimensie waarin de Nederlandse discussie over corporate governance zich bevond. Net als in de beleidsnota's van het kabinet klonk ook in het SER-advies de opvatting door dat vanwege de internationalisering in het algemeen en de internationalisering van kapitaalmarkten in het bijzonder bepaalde wijzigingen in het Nederlandse ondernemingsrecht wenselijk, zo niet noodzakelijk waren. Het is mogelijk dat de SER de voorgestelde aanpassingen, althans een gedeelte ervan, ook als een onvermijdelijke ontwikkeling in een proces van internationale convergentie van regels en standaarden op het gebied van corporate governance heeft gezien.

In het SER-advies wordt nergens expliciet gesteld dat van een onvermijdelijke convergentie sprake zou zijn. Een aanwijzing voor deze denkrichting ligt wel in de volgende passage uit een van de inleidende hoofdstukken besloten: *“Naar deze [veranderende opvattingen inzake machtsverhoudingen binnen beursvennootschappen als gevolg van de internationalisering van kapitaalmarkten, FO] en hiermee samenhangende andere aspecten van corporate governance, bijvoorbeeld effectenrecht, jaarverslaggeving en openbaarheid (disclosure en accounting standards) is onderzoek verricht. De resultaten daarvan kunnen echter niet altijd scherp worden geduid, met name omdat de regels inzake die bestuurlijke inrichting (alsmede andere factoren die medebepalend zijn voor de verschillende lokale stelsels van corporate governance) onderling slechts beperkt vergelijkbaar blijken te zijn. (...) Wel is in deze onderzoeken vrij algemeen de tendens waarneembaar dat lokaal-nationale regels van corporate governance zich (spontaan) aanpassen aan steeds meer gangbaar wordende internationale normen. Voor Nederland zijn in dit verband de al genoemde kwesties van jaarverslaggeving en openbaarheid illustratief. Zij geven (mede) richting aan het debat.”* (onderstreping FO)¹⁰⁰ De kennelijk instemmende verwijzing

100. SER-advies structuurregeling 2001, p. 16.

naar het fenomeen van spontane aanpassing van nationale regels aan internationale standaarden en inzichten zou uitgelegd kunnen worden als een inkijk in de visie van de SER op het internationale krachtenveld waarin het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen zich bevond.

Een laatste punt waar het SER-advies een versterkende werking had op de reeds door het kabinet ingezette beleidslijn had te maken met de wijze van formulering en inkadering van de vraagstukken rond corporate governance. Net als het kabinet hanteerde de SER, althans de Commissie structuurregeling die het rapport heeft opgesteld, een breed perspectief op corporate governance. Zo hanteerde het SER-advies voor de analyse van de vennootschapsrechtelijke inrichting van het bestuur en de toezicht op het bestuur nadrukkelijk het perspectief van disciplineringsmechanismen.¹⁰¹ Ook haalde het SER-advies onder meer de OECD Principles of Corporate Governance aan als bron van richtlijnen voor de bij de OECD aangesloten landen ten aanzien van bepaalde minimumnormen op het gebied van corporate governance.¹⁰² Aldus vertoont het normatieve kader dat kennelijk aan de analyses in het SER-advies ten grondslag heeft gelegen belangrijke overeenkomsten met de normatieve uitgangspunten van de eerdere kabinetsnota's. Ook op dit punt kan het gezag van de SER een zekere uitstraling hebben gehad op de beleidslijnen die het kabinet al eerder had geformuleerd.

De publicatie van het rapport van de SER was de laatste halte voor de indiening van het wetsvoorstel tot wijziging van de structuurregeling en tot het invoeren van bepaalde rechten voor aandeelhouders op 8 januari 2002 (het Wetsvoorstel structuurregeling).¹⁰³ Het wetsvoorstel was opgesteld en ingediend onder gezamenlijke verantwoordelijkheid van de Minister van Financiën Zalm (VVD), Minister van Justitie Korthals (VVD), Minister van Economische Zaken Jorritsma (VVD) en Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid Vermeend (PvdA). Al op 1 augustus 2001, iets meer dan een half jaar na publicatie van het SER-advies, had het kabinet het wetsvoorstel en de memorie van toelichting in concept ter overweging aan de Raad van State voorgelegd.¹⁰⁴ De snelheid waarmee de vier betrokken departementen het betreffende wetsvoorstel en de bijbehorende toelichting hebben opgesteld – en dus onderlinge overeenstemming over de inhoud

101. Ibid, p. 17.

102. Ibid.

103. Wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling van 8 januari 2002, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179 nrs. 1-3.

104. Advies Raad van State en nader rapport bij wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling van 8 januari 2002, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179 nr 2, p. 1.

hebben bereikt – is opmerkelijk, al past hierbij wel de kanttekening dat, zoals hiervoor uiteengezet, bepaalde onderdelen van het wetsvoorstel reeds in voorbereiding waren voordat het SER-advies werd gepubliceerd.

Met de indiening van bovengenoemd wetsvoorstel kwam een einde aan de aanloopfase van het proces dat uiteindelijk in 2004 tot belangrijke wijzigingen in de formele rechtspositie van aandeelhouders in N.V.'s zou leiden. Het verdere verloop en het uiteindelijke resultaat van dit wetgevingsproces worden hierna in paragraaf 5.5 besproken. Deze ontwikkeling in de Nederlandse wetgeving stond niet op zichzelf. Aan het begin van de 21ste eeuw voltrok zich met betrekking tot het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen ook een aantal belangrijke ontwikkelingen op Europees niveau. Deze ontwikkelingen worden in de volgende paragraaf nader belicht.

5.3 De Europese dimensie (2002-2003)

5.3.1 *De rapporten van de High Level Group of Company Law Experts (2001-2002)*

Voor een beschrijving van de voor dit onderzoek relevante ontwikkelingen op Europees niveau is de datum van 4 juli 2001 een goed vertrekpunt. Op deze dag werd de compromistekst die in juni 2001 in het kader van de conciliatieprocedure door Raad van Ministers en een delegatie van het Europese Parlement was vastgesteld over de Dertiende EG-Richtlijn inzake openbare overnamebiedingen bij een stemming in het Europese Parlement alsnog verworpen.¹⁰⁵ Voor de verantwoordelijke eurocommissaris Bolkestein van het DG Interne Markt was dit een tegenslag. Gelet op de lange voorgeschiedenis van de ontwerp-richtlijn – de eerste voorstudie van de Brit Pennington ten behoeve van het project dateert van 1974¹⁰⁶ – en gelet op het belang van de materie van de ontwerp-richtlijn voor de interne markt (dat wil zeggen het creëren van een gelijk speelveld in de Europese markt voor grensoverschrijdende openbare overnamebiedingen) was de schipbreuk in het zicht van de haven een pijnlijke aangelegenheid.

105. Zie voor een feitelijk verslag Winter 2008, p. 109 die beschrijft dat de stemmen in het Europese Parlement staakten met 273 stemmen voor en 273 stemmen tegen het voorstel. Bij wijze van ongelukkig toeval wijst Winter op het feit dat twee Britse leden van het Europese Parlement, die naar eigen zeggen voor zouden hebben gestemd, te laat binnenkwamen om nog aan de stemming deel te kunnen nemen.

106. Winter 2008, p. 110-112. Zie voor een beknopte beschrijving van de voorgeschiedenis M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod op effecten*, diss. Nijmegen 2004, Van der Heijdenreeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2004, p. 51-54.

De impact van het stranden van de ontwerp-Dertiende Richtlijn moet worden beoordeeld tegen de achtergrond van de Lissabon agenda. De Lissabon agenda (ook wel aangeduid als Lissabon strategie) behelsde een set beleidsdoelstellingen voor de EU die in maart 2000 aan het slot van een tweedaagse EU-top in Lissabon door de Raad waren vastgesteld.¹⁰⁷ De Lissabon agenda was bedoeld als antwoord op de vrees voor stagnatie van de Europese economie ten opzichte van andere wereldeconomieën als gevolg van globalisering in het algemeen en verschuivingen in de wereldwijde economische dynamiek door nieuwe technologische ontwikkelingen in het bijzonder. Het streven van de Lissabon agenda was om het wereldwijde concurrerend vermogen van de Europese economie als “*knowledge-based economy*” te waarborgen en waar mogelijk te versterken. De Lissabon agenda stond voorts in het teken van “*Preparing for Enlargement*”: de aanstaande uitbreiding van de EU met tien nieuwe Lidstaten die uiteindelijk in 2004 zijn beslag zou krijgen.¹⁰⁸ Voor de Europese economie als geheel zou de toetreding van de nieuwe Lidstaten niet alleen nieuwe kansen bieden, maar zeker ook de nodige lasten in de vorm van integratiekosten en economische ondersteuning. Ook vanuit deze achtergrond werd een versterking van de Europese economie wenselijk, zo niet noodzakelijk geacht.

De overkoepelende doelstelling van de Lissabon agenda voor de EU was om per 2010 de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie ter wereld te zijn. Vanuit deze doelstelling bevatte de Lissabon agenda concrete beleidsvoornemens op uiteenlopende terreinen. Veel van die beleidsvoornemens stonden in het teken van (een versnelling van) de vervolmaking van de interne markt op bepaalde gebieden. Een aantal van deze doelstellingen had, direct dan wel indirect, betrekking op het ondernemingsrecht. Onder de kop “*Creating a friendly environment for starting up and developing innovative businesses, especially SMEs* [‘Small and Medium-sized Enterprises’, ofwel MKB, FO]” was in de Lissabon agenda een aantal maatregelen geïdentificeerd die ertoe zouden moeten leiden dat er binnen de EU “*a regulatory climate conducive to investment, innovation, and entrepreneurship*” voor ondernemingen gewaarborgd zou worden.¹⁰⁹ Om dit te bereiken zouden onder meer de kosten voor het beginnen van een onderneming en voor het drijven ervan omlaag gebracht moeten worden en zou bovendien onnodig bezwarende wet- en regelgeving (‘*red tape*’) teruggebracht moeten worden.

107. Presidency Conclusions of the Lisbon European Council, 23-24 March 2000, te raadplegen via <http://ec.europa.eu/archives/growthandjobs/european-councils/index_en.htm>.

108. Het toetredingsverdrag werd op 16 april 2003 in Athene gesloten. Ten tijde van het opstellen van de Lissabon agenda waren de formele onderhandelingen met een aantal van de grotere kandidaat-Lidstaten, waaronder Polen en Tsjechië, al gaande.

109. Lissabon agenda 2000, nr. 14.

Een ander aandachtspunt van de Lissabon agenda betrof de versnelling van de interne kapitaalmarkten. Hierover stelde de Lissabon agenda in algemene zin: *“Efficient and transparent financial markets foster growth and employment by better allocation of capital and reducing its cost. They therefore play an essential role in fuelling new ideas, supporting entrepreneurial culture and promoting access to and use of new technologies. It is essential to exploit the potential of the euro to push forward the integration of EU financial markets. Furthermore, efficient risk capital markets play a major role in innovative high-growth SMEs and the creation of new and sustainable jobs.”*¹¹⁰ Ter uitvoering van dit beleidsvoornemen voorzag de Lissabon agenda onder meer in een versnelde uitvoering van bepaalde elementen uit het Financial Services Action Plan dat een jaar eerder door de Europese Commissie was vastgesteld.¹¹¹ Deze doelstelling was in wezen verbonden met de eerder genoemde doelstelling om het vestigingsklimaat voor ondernemingen binnen de EU onder meer *‘conducive to investment’* te maken. De Europese kapitaalmarkten zouden meer efficiënt moeten worden gemaakt om tot een betere allocatie van de beschikbare financiële middelen over de investeringsmogelijkheden in ondernemingen binnen de EU te komen. De interne markt voor grensoverschrijdende openbare overnamebiedingen zou een soortgelijke allocatiefunctie voor het beschikbare kapitaal voor investeringen in Europese beursgenoteerde ondernemingen kunnen vervullen. In zoverre paste de ontwerp-Dertiende Richtlijn nadrukkelijk in de beleidsdoelstellingen uit de Lissabon agenda.¹¹²

Een reactie van de Europese Commissie op het stranden van de ontwerp-Dertiende Richtlijn in het Europees Parlement liet niet lang op zich wachten. Op 4 september 2001, precies twee maanden na de stemming in het Europese Parlement, maakte de Europese Commissie bij persbericht de instelling van de ‘High Level Group of Company Law Experts’ bekend, een groep van experts op het gebied van het ondernemingsrecht die de Europese Commissie zou gaan adviseren.¹¹³ De High Level Group bestond uit zeven personen. Voorzitter was de Nederlandse hoogleraar ondernemingsrecht Winter, op dat moment tevens bedrijfsjurist bij het Brits-Nederlandse Unilever. Andere opvallende namen waren de Duitse hoogleraar Hopt, een autoriteit op het gebied van zowel het

110. Ibid, nr. 20.

111. Mededeling van de Europese Commissie ‘Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan’, 11 mei 1999, COM (1999) 232 definitief.

112. In een later persbericht zou Bolkestein namens de Europese Commissie expliciet een verband leggen tussen de Lissabon agenda en het advies van de High Level Group voor een nieuw voorstel voor de Overnamerichtlijn. Zie het persbericht van de Europese Commissie ‘Company Law: Commission welcomes experts’ report on takeovers’ van 10 januari 2002 (IP/02/24).

113. Zie het persbericht van de Europese Commissie ‘Company Law: Commission creates High Level Group of Experts’ van 4 september 2001 (IP/01/1237).

HOOFDSTUK 5

Duitse- als ook het Europese ondernemingsrecht, en de Brit Rickford, die in de jaren ervoor als projectcoördinator vanuit het Britse ministerie van Trade and Industry deel had uitgemaakt van de Steering Group die vanuit de Britse overheid met de omvangrijke Company Law Review was belast (hierover uitgebreid §7.3).¹¹⁴ Van een eenduidige politieke oriëntatie lijkt bij de leden van de High Level Group geen sprake te zijn geweest, althans niet in kenbare zin.

De opdracht aan de High Level Group was tweeledig. Als eerste werd de High Level Group gevraagd om een advies over de regulering van openbare overnamebiedingen, mede aan de hand van drie deelvragen over de specifieke onderwerpen waarop de discussie over de ontwerp-Dertiende Richtlijn uiteindelijk was vastgelopen. Deze onderwerpen betroffen het waarborgen van een gelijke behandeling van aandeelhouders, het bepalen van een billijke prijs bij een verplicht bod en het al dan niet op Europees niveau voorzien in een uitkooprecht van een meerderheidsaandeelhouder na een openbaar bod.¹¹⁵ Na afronding van dit advies zouden de werkzaamheden van de High Level Group een tweede fase ingaan: *“During a second stage, the Group is due to provide recommendations for a modern regulatory European company law framework designed to be sufficiently flexible and up-to-date to meet companies’ needs, taking into account fully the impact of information technology.”*¹¹⁶ Het persbericht noemde ook een aantal specifieke deelterreinen waarop het onderzoek en het advies van de High Level Group zou moeten zien. Een van die deelterreinen was: *“shareholders’ rights, including cross-border voting and virtual general meetings.”*

Met het instellen van de High Level Group maakte de Europese Commissie (althans eurocommissaris Bolkestein) een sprong naar voren in de beleidsvorming op het gebied van het ondernemingsrecht. De High Level Group kreeg een omvangrijk en ambitieus werkprogramma mee dat qua reikwijdte (ver) uitsteeg boven de materie waarvoor vanuit het perspectief van de Europese Commissie

114. De rapporten van de Steering Group zijn thans te vinden op <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.dti.gov.uk/bbf/co-act-2006/clr-review/page22794.html>>. Zie voor een toegankelijk overzicht van het Company Law project de tweeluik die Rickford in 2002 in het tijdschrift *Ondernemingsrecht* heeft gepubliceerd: J. Rickford, ‘Forthcoming Change in Corporate Law in the UK – the British Company Law Review and Beyond – Part 1’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 325-332 en J. Rickford, ‘Forthcoming Change in Corporate Law in the UK – the British Company Law Review and Beyond – Part 2’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 369-375.

115. Persbericht van de Europese Commissie ‘Company Law: Commission creates High Level Group of Experts’ van 4 september 2001 (IP/01/1237). Zie ook Winter 2008, p. 114.

116. Persbericht van de Europese Commissie van 4 september 2001 (IP/01/1237).

een directe noodzaak tot advisering bestond, te weten openbare overnamebiedingen.¹¹⁷ Ter verklaring kan in de eerste plaats op het doel en de strekking van de Lissabon agenda worden gewezen. De strekking van het tweede onderdeel van de adviesopdracht aan de High Level Group sloot inhoudelijk aan op de algemene beleidsdoelstelling van de Lissabon agenda om “*a regulatory climate conducive to investment, innovation, and entrepreneurship*” voor ondernemingen te creëren. Ook de overeenkomsten in formulering, met name de verwijzingen in de adviesopdracht naar “*the impact of information technology*” en “*virtual general meetings*”, berustten hoogst waarschijnlijk niet op toeval. In de tweede plaats is de kans aanwezig dat de persoon van Bolkestein en zijn ervaringen uit de Nederlandse politiek een factor zijn geweest bij de mate van ambitie die vanuit de Europese Commissie bij dit project werd getoond. Bolkestein had als politiek leider van de VVD de moeizame discussies over de structuurregeling en beschermingsconstructies en de pogingen van het eerste Paarse kabinet – onder aanvoering van zijn partijgenoot Zalm vanuit Financiën – om daar doorheen te breken meegemaakt. Zijn ervaringen als eurocommissaris met de weerstand die te elfder ure nog op het niveau van de Lidstaten, in het bijzonder Duitsland,¹¹⁸ ontstond tegen de ontwerp-Dertiende Richtlijn zullen vast niet hebben geholpen om dit beeld van het ondernemingsrecht als een moeizaam veranderproces weg te nemen. Denkbaar is dat Bolkestein met de adviesopdracht aan de High Level Group bewust heeft aangestuurd op het opstarten van een breed beleidsprogramma voor ondernemingsrecht op Europees niveau om zo vanuit Europees niveau het voortouw te kunnen nemen bij het bewerkstelligen van de noodzakelijke veranderingen op het niveau van de Lidstaten. In zekere zin nam Bolkestein met de ruime opdracht aan de High Level Group een voorschot op de beoordeling in hoeverre een regelgevend optreden van de EU ten aanzien van de aan de High Level Group voorgelegde onderwerpen gelegitimeerd zou zijn vanuit het subsidiariteitsbeginsel.¹¹⁹ In plaats van te focussen op bepaalde specifieke onderwerpen waarvan reeds vast stond dat harmonisatie op Europees niveau noodzakelijk dan wel aangewezen was, stuurde Bolkestein, mogelijk naar het voorbeeld van de Britse Company Law Review, aan op een integrale ‘review’ op Europees niveau.

117. Timmerman heeft in reactie op de instelling van de High Level Group geopperd dat de High Level Group op zoek zou moeten gaan naar een “*klein project met grote gevolgen voor het Europese vennootschapsrecht*”, hiermee zou volgens hem meer resultaat bereikt kunnen worden dan met een omvangrijk advies op alle door de Europese Commissie gevraagde onderdelen. Zie L. Timmerman, ‘Kleine gebeurtenissen’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 413-414.

118. Zie Winter 2008, p. 112-114. Zie uitgebreid §7.2 hierna.

119. Op dat moment neergelegd in artikel 5 lid 2 EG-Verdrag, thans in artikel 5 lid 3 VEU. Zie voor een contemporain commentaar over de regelgevende bevoegdheid van de EU op het terrein van het vennootschapsrecht G.J. Vossestein, ‘De bevoegdheid van de Europese Gemeenschap tot regeling van het vennootschapsrecht’, *WPNR* 2002 (6481), p. 247-253.

Het advies van de High Level Group over openbare overnamebiedingen werd op 10 januari 2002 gepubliceerd.¹²⁰ Waar adviesrapporten over politiek controversiële onderwerpen nog wel eens enkel ertoe willen strekken om de mogelijkheden tot compromis in de gerezen controverse te verkennen was dit bij het rapport van de High Level Group niet het geval. Het voorstel van de High Level Group voor de uitgangspunten van een nieuwe Europese regeling van openbare overnamebiedingen ging op essentiële delen verder dan de ontwerp-Dertiende Richtlijn. Zo deed de High Level Group de aanbeveling om in een nieuwe conceptrichtlijn naast de reeds eerder voorgestelde ‘*board neutrality rule*’ (na aankondiging overnamebod geen frustrerende maatregelen van het bestuur toegestaan zonder machtiging door AVA) ook een ‘*breakthrough rule*’ op te nemen. Deze regel zou ertoe strekken om eenieder die met een openbaar bod meer dan 75% van de aandelen in een doelwitvennootschap had verworven de mogelijkheid te geven om enige zeggenschapsbeperking in de AVA (lees: beschermingsconstructies) terzijde te stellen. Dit voorstel van de High Level Group kwam in grote lijnen overeen met de regeling in het Nederlandse Wetsvoorstel betwiste overnames, met dien verstande dat het voorstel van de High Level Group nog een stap verder ging door anders dan het Wetsvoorstel betwiste overnames geen wachtperiode van één jaar of de noodzaak van rechterlijke tussenkomst voor te schrijven.¹²¹ Al met al was de door de High Level Group voorgestelde kern voor een nieuw voorstel voor de Dertiende Richtlijn een aanmerkelijk zwaarder stuk geschut dan de gestrande compromistekst. In een persbericht van 10 januari 2002 liet de Europese Commissie, bij monde van Bolkestein, optekenen verheugd te zijn met het rapport van de High Level Group en dat een nieuw ontwerp voor de overnamerichtlijn nog voor de zomer werd verwacht.¹²²

Bijzonder interessant zijn de normatieve en feitelijke uitgangspunten die kenbaar zijn uit de tekst van het rapport van de High Level Group. Zo opende het rapport met de volgende beginselverklaring ten aanzien van het verschijnsel overnames: *“In the light of available economic evidence, the Group holds the view that the availability of a mechanism which facilitates takeover bids is basically beneficial. Takeovers are a means for bidders to create wealth by exploiting synergies between their existing business and the target company. Many European companies will need to grow to an optimal scale to make*

120. High Level Group Report on Takeover Bids 2002. Zie voor een Nederlands commentaar J.N. Schutte-Veenstra, ‘Rapport Commissie Winter ter zake van overnamebiedingen’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 54-58.

121. In deze zin ook Winter 2008, p. 116. Of de High Level Group haar voorstel ook daadwerkelijk aan het Wetsvoorstel betwiste overnames heeft ontleend maakt Winter niet duidelijk.

122. Persbericht van de Europese Commissie van 10 januari 2002 ((IP/02/24). Zie ook Winter 2008, p. 116 die opmerkt dat Bolkestein persoonlijk ook verheugd was met de voorstellen.

effective use of the integrating internal market. The same is true for companies which compete on global markets. Takeover bids are a means to achieve this for those engaged in the business of both bidder and target. Takeover bids also offer shareholders the opportunity to sell their shares to bidders who are willing to offer a price above the prevailing market price. Such a price will be offered where the bidders believe that the resources of the company can be better developed and exploited under their operation and control. Finally, actual and potential takeover bids are an important means to discipline the management of listed companies with dispersed ownership, who after all are the agents of shareholders. If management is performing poorly or unable to take advantage of wider opportunities the share price will generally under-perform in relation to the company's potential and a rival company and its management will be able to propose an offer based on their assertion of their greater competence. Such discipline of management and reallocation of resources is in the long term in the best interests of all stakeholders, and society at large.”¹²³

Opvallend is de haast terloopse opmerking (“*after all*”) dat bestuurders van beursvennootschappen “*the agents of shareholders*” zijn. Dat het geen terloopse opmerking betrof, maakt het volgende citaat verderop in het rapport duidelijk: “*In the event of a takeover bid, the ultimate decision must be with the shareholders. They should always be able to decide whether to tender their shares to a bidder and at what price. This is an essential feature of companies listed on a stock exchange where shares can be acquired through purchases in the market and through public offers. The securities markets, and thus the capacity of European industry to finance itself, will only develop fully where this principle is generally adhered to. It is not for the board of a company to decide whether a takeover bid for the shares in the company should be successful or not. The board should not be able to frustrate or block a takeover bid and thereby deprive shareholders of the opportunity to tender in such a bid. Nor should it be free to take steps to facilitate a bid, or a preferred bid, if there is more than one, in a way which pre-empts the decision of the shareholders. (...) It is sometimes argued that allowing the board to frustrate a takeover bid can be justified as a means to help alleviate the pressure to tender that shareholders face, to increase the premium paid to them and to take into consideration the interests of other stakeholders in the company, notably the employees. The Group rejects these views. Even if board resistance to a takeover bid might in some circumstances help to achieve these goals, which is not always clear, any regime which confers discretion on a board to impede or facilitate a bid inevitably involves unacceptable cost and risk. Defensive*

123. High Level Group Report on Takeover Bids 2002, p. 19.

HOOFDSTUK 5

mechanisms are often costly in themselves, apart from the fact that they deny the bidder the opportunity to create wealth by exploiting synergies after a successful bid. Most importantly, managers are faced with a significant conflict of interests if a takeover bid is made. Often their own performance and plans are brought into question and their own jobs are in jeopardy. Their interest is in saving their jobs and reputation instead of maximising the value of the company for shareholders. Their claims to represent the interests of shareholders or other stakeholders are likely to be tainted by self interest. Shareholders should be able to decide for themselves and stakeholders should be protected by specific rules (e.g. on labour law or environmental law).”¹²⁴

De hierboven geciteerde passages dienden ter toelichting van één van de door de High Level Group voorgestelde richtsnoeren voor de regulering van openbare overnamebiedingen: het “*shareholder decision-making principle*”. Het achterliggende uitgangspunt was dat het uiteindelijk aan de aandeelhouders zou moeten zijn om te beslissen over het succes van een overnamebieding. De normatieve strekking van de onderbouwing die de High Level Group voor dit uitgangspunt gaf was evenwel breder. Niet alleen maakte de bovenstaande toelichting duidelijk wat het bestuur volgens de High Level Group niet moest doen (ongewenste overnamebiedingen frustreren of interfereren bij concurrerende overnamebiedingen), maar ook wat het bestuur volgens de High Level Group wel zou moeten doen: “*maximising the value of the company for shareholders.*” Voorts diende het bestuur zich niet op te stellen als de hoeder van de belangen van andere stakeholders. Volgens de High Level Group zouden de belangen van deze stakeholders niet door of vanwege het bestuur worden beschermd, maar via specifieke wettelijke regels uit bijvoorbeeld het arbeidsrecht of het milieurecht. Voor een adviescommissie van juristen waarbij zes van de zeven leden afkomstig waren uit continentaal-Europese jurisdicties (Duitsland, Frankrijk, Spanje, Italië, Nederland en Denemarken) waren dit toch wel opvallende standpunten.

Alles overziende vertoont het normatieve kader dat in de bovenstaande passages besloten ligt belangrijke overeenkomsten met het aandeelhoudersgeoriënteerde model zoals geformuleerd door Hansmann en Kraakman (zie §4.1). Zoals in hoofdstuk 4 uiteen is gezet, was dit model geconstrueerd op basis van rechtseconomische inzichten en concepten zoals het gezichtspunt van de ‘agency theory’ van Jensen/Meckling, de ‘market for corporate control’ van Manne, de ‘residual claimants’-benadering van Easterbrook/Fischel en de signalerende werking van de prijsvorming op aandelenmarkten aan de hand van de Efficient Markets Hypothesis van Fama zoals nader ingevuld door Easterbrook/Fischel. Vrijwel alle uitgangspunten van het aandeelhoudersgeoriënteerde model

124. Ibid, p. 20-21.

van Hansmann en Kraakman zijn zichtbaar in de hierboven weergegeven passages uit het rapport van de High Level Group, in het bijzonder het idee dat het bestuur van een beursvennootschap zich bij uitsluiting dient te richten op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde, het idee dat de belangen van andere stakeholders behartigd dienen te worden via de band van wetgeving of overeenkomst en niet via inbedding in het bestel van corporate governance en het idee dat de inhoud van de belangen van aandeelhouders primair kan worden afgemeten aan de marktwaarde van de aandelen (in combinatie met de ‘market for corporate control’). Twee andere uitgangspunten van het model van Hansmann en Kraakman, te weten het idee dat de uiteindelijke zeggenschap over de onderneming bij de aandeelhouders behoort te liggen en het idee dat het sturen op aandeelhouderswaarde de best beschikbare methode is om te komen tot een verhoging van ‘social welfare’, komen indirect samen in het ‘shareholder decision-making principle’ van de High Level Group. Hoewel het rapport van de High Level Group geen verwijzingen naar geraadpleegde literatuur bevat, lijkt gelet op de hierboven genoemde gelijkenissen de conclusie gerechtvaardigd dat de normatieve uitgangspunten van het rapport op z’n minst zijn geïnspireerd door rechtseconomische uitgangspunten.

De rechtseconomische oriëntatie van de High Level Group is niet één op één naar bepaalde leden ervan te herleiden. In publicaties van Rickford uit die tijd zijn weliswaar verwijzingen naar rechtseconomische concepten zichtbaar – hij plaatste in een van zijn Nederlandse publicaties het werk van de Britse Steering Group ook expliciet in een rechtseconomische context¹²⁵ –, maar een expliciete onderschrijving van inhoudelijke rechtseconomische argumenten ontbreekt. De verwijzingen van Rickford naar rechtseconomische perspectieven lijken vooral bedoeld als verantwoording van de door de Steering Group gehanteerde methodologie bij de *Company Law Review*.¹²⁶ Rickford onderschreef hiermee de benadering vanuit rechtseconomisch perspectief van vraagstukken van ondernemingsrecht ter constructie van een normatief kader, maar hij committeerde zich niet aan

125. Zie Rickford 2002a, p. 326: “*The value of the law was to be judged by its effects, and this applied both to reforms proposed and to everything which currently lay within the Act and the case law. In principle, a ‘zero-base’ evaluation was required: anything which constrained freedom of economic choice and which could not be justified in terms of wealth generation should be discarded. (...) This approach clearly tended towards the ‘law and economics’ approach to law as it is and as it ought to be, rather than any influence of theories of the law as an endogenous logical construct in itself, or as an instrument for advancing political values.*” (met verwijzingen in de bijbehorende voetnoot naar Coase 1937 en Easterbrook/Fischel 1991). Zie voorts Rickford 2002b, p. 369-371 waarin de analyse van de Steering Group ten aanzien van de verhouding tussen aandeelhouders onderling in de sleutel van de agency theory wordt gepresenteerd.

126. In dezelfde zin kunnen de volgende opmerkingen van Rickford uit een voordracht over het werk van de Steering Group tijdens het IVO-congres in Groningen op 5 oktober 2002 worden begrepen: “*In our view, the law in the field of companies should be regarded as a*

een bepaalde uitkomst van deze exercitie aan de hand van rechtseconomische concepten. Hetzelfde gold voor Winter. Zijn eerdere (en latere) publicaties gaven blijk van een brede oriëntatie, in het bijzonder door het benaderen van juridische vraagstukken via niet-juridische invalshoeken en gezichtspunten,¹²⁷ maar niet van een a priori identificatie met bepaalde rechtseconomische concepten. De Duitse hoogleraar Hopt lijkt zich in vergelijking tot Winter en Rickford wat meer met de rechtseconomische oriëntatie op het ondernemingsrecht te hebben geïdentificeerd. Hopt zou later één van de auteurs worden van het rechtseconomische standaardwerk *The Anatomy of Corporate Law*¹²⁸ en hij gaf in latere publicaties ook blijk van een bijzondere affiniteit met Amerikaanse rechtseconomische theorieën zoals de ‘market for corporate control’.¹²⁹ Een belangrijke kanteekening hierbij is dat Hopt dergelijke rechtseconomische beschouwingen in zijn eigen publicaties altijd heeft ingebed in – en gecombineerd heeft met – een diepgravende analyse van het positief recht. Ook bij Hopt was dus geenszins sprake van een eenzijdige rechtseconomische oriëntatie.

Op deze plaats is het belangrijk om vast te stellen dat de High Level Group een *normatief* vertrekpunt voor haar analyse en aanbevelingen over openbare overnamebiedingen had geformuleerd. De High Level Group nam niet tot uitgangspunt hoe het recht was, maar hoe het recht zou moeten zijn. Het door de High Level Group geschetste beoordelingskader was niet gebaseerd op de op dat

product. The legislators must produce a product which is suitable for the users. This is true not only for legislators, but also for adjudicators and advisers. Although legislators are less trapped by path dependency than adjudicators and advisers, the fact remains that for all of them it is a product like any other product. The question is whether something that is suitable for the needs of the users is being produced. The overriding purpose of company law should be the generation of welfare for the community as a whole. (...) The object of the endeavour of creating a new company law is a system for the disciplined control and effective exercise of economic power to increase the wealth of the community.” Zie J. Rickford, ‘Which requirements should a modern competitive company law meet?’, in L.J. Hijmans van den Bergh et al. (reds.), *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, IVO-reeks nr. 40, Deventer: Kluwer 2003, p. 160-161.

127. Illustratief is Winter’s preadvies ‘Venootschapsrecht en moderne technologie’ voor de Vereniging Handelsrecht uit 2001. Zie J.W. Winter, ‘Venootschapsrecht en moderne technologie’, in R.E. van Esch, J.W. Winter & G.J. van der Ziel, *Afscheid van papier: handelsrecht en moderne technologie*, preadviezen Vereniging Handelsrecht 2001, Deventer: Kluwer 2001, p. 55-136, in het bijzonder p. 121-136.
128. R.R. Kraakman et al (reds.), *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, 1st edition, Oxford: Oxford University Press 2004. Kraakman was hoofdredacteur van dit project en schreef samen met Hansmann de eerste drie hoofdstukken met algemene beschouwingen. Een tweede editie verscheen in 2009.
129. Zie K.J. Hopt, *Europäisches Übernahmerecht: eine rechtsvergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Untersuchung*, Tübingen: Mohr Siebeck 2013, in het bijzonder p. 5-12 en p. 77-88.

moment bestaande situatie op juridisch- en feitelijk niveau binnen de Lidstaten (met de mogelijke uitzondering van het Verenigd Koninkrijk). Bepaalde van de door de High Level Group geformuleerde uitgangspunten, zoals het idee dat het bestuur niet de belangen van andere stakeholders dan aandeelhouders had te behartigen en het idee dat het bestuur in geen enkel omstandigheid een ongewenst overnamebod zou mogen frustreren, weken juist af van de bestaande juridische situatie in bijvoorbeeld Duitsland en Nederland. Uiteraard betekende de strijdigheid van de uitgangspunten van de High Level Group met positief recht op het niveau van de Lidstaten niet dat een regeling van openbare biedingen op Europees niveau conform de uitgangspunten van de High Level Group op voorhand onmogelijk was. Een dergelijk ingrijpend harmonisatieproject was voor velen in de toenmalige tijd, althans vanuit het perspectief van de EU, niet ondenkbaar. Ter illustratie kan worden gewezen op de in november 2001 aangenomen resolutie van het Europese Parlement om te komen tot een harmonisatie van het burgerlijk recht en handelsrecht van de Lidstaten.¹³⁰ Hoe dan ook, de nadruk van het High Level Group rapport op normatieve uitgangspunten – en daarmee samenhangend de relatief bescheiden aandacht voor het positief recht op het niveau van de Lidstaten – wijst op een ambitie om op Europees niveau vanuit een nieuwe visie op het ondernemingsrecht tot een doorbraak van gepercipieerde belemmeringen op nationaal niveau voor de Europese overnamemarkt te komen.¹³¹

Dezelfde benadering (en dezelfde ambitie) waren zichtbaar in het tweede rapport van de High Level Group dat op 4 november 2002 verscheen.¹³² Dit rapport, getiteld *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, bevatte de analyses en bevindingen van de High Level Group ten aanzien van het tweede deel van haar onderzoekopdracht: het doen van aanbevelingen voor “*a modern regulatory European company law framework designed to be sufficiently flexible and up-to-date to meet companies’ needs, taking into account fully the impact of information technology.*” Sinds het uitbrengen van haar eerste advies over openbare overnamebiedingen in januari 2002 was de onderzoekopdracht

130. Resolutie van het Europese Parlement over de harmonisatie van het burgerlijk en handelsrecht van de Lidstaten, COM(2001) – C5-0471/2001 – 2001/2187 (COS) van 15 november 2001. Zie Vossenstein 2002, p. 247 die wees op de mogelijke reflexwerking van deze resolutie voor een verdergaande harmonisatie van het vennootschapsrecht op Europees niveau.

131. Schutte-Veenstra kwam in haar bespreking van het rapport van de High Level Group over openbare overnamebiedingen tot een iets andere, maar niet minder tot de verbeelding sprekende conclusie: “*Het rapport ademt de sfeer uit dat de Commissie Winter het tot haar taak heeft gesteld om te komen met een voorstel dat zo goed mogelijk verzekert dat aandeelhouders binnen de EU gelijk worden behandeld bij een overnamebod, ongeacht de eventuele politieke consequenties.*” Zie Schutte-Veenstra 2002, p. 57.

132. High Level Group Report on EU Company Law 2002.

van de High Level Group tussentijds uitgebreid. Dit had alles te maken met het Amerikaanse energiebedrijf Enron dat in december 2001 in een wolk van boekhoudschandalen ineen was gestort. Hoewel de affaire zich in de Verenigde Staten afspeelde, wierpen de bij Enron geconstateerde tekortkomingen in het toezicht op het bestuur ook hun schaduw vooruit naar de lopende Europese beleidsdiscussies. In een speciaal aan Enron gewijde sessie van de Ecofin (Economic and Financial Affairs) raad in april 2002 werd opgetekend dat de Europese Commissie had besloten tot het verder uitbreiden van het mandaat van de High Level Group.¹³³ In aanvulling op de eerdere onderzoeksopdracht werd de High Level Group gevraagd om ook advies uit te brengen over de rol van niet-uitvoerend bestuurders en commissarissen, over de bezoldiging van bestuurders en over de verantwoordelijkheid van het bestuur voor de financiële verslaggeving. In wezen kreeg het project van de High Level Group door de koppeling met de Enron-affaire een zeker politiek momentum. Het ligt althans voor de hand dat deze identificatie met Enron zal hebben bijgedragen aan het creëren van draagvlak voor de voorstellen van de High Level Group.

Net als het eerdere rapport over openbare overnamebiedingen bevatte ook het rapport van de High Level Group over de modernisering van het Europese ondernemingsrecht een aantal algemene beleidsmatige uitgangspunten. De belangrijkste hiervan was een pleidooi voor een verschuiving in de focus van de Europese wetgever: het ondernemingsrecht diende zich niet zozeer te richten op het opleggen van bepaalde minimum waarborgen voor betrokkenen, zoals voor crediteurenbescherming, maar zou eerder in het teken moeten staan van het faciliteren van efficiënt en concurrerend ondernemen.¹³⁴ Deze in steek lijkt duidelijk geïnspireerd te zijn door het eerdere werk van de Britse Steering Group, wiens project in het teken stond van “*modern company law for a competitive economy*”. Ook wat betreft de reguleringstechnieken stelde het rapport van de High Level Group een andere aanpak voor. Zo zou omwille van de flexibiliteit van de regelgeving vaker gekozen moeten worden voor ‘softe’ instrumenten zoals het opstellen van best practices.¹³⁵ Ook zou meer en beter gebruik gemaakt moeten worden van verplichtingen tot ‘disclosure’ als regelgevend instrument.¹³⁶ Hiermee werd het Europees ondernemingsrecht van een ‘modern’ kader voorzien.

133. Zie het bijbehorende achtergronddocument ‘Note for the informal Ecofin Council Oviedo 12 and 13 april 2002, te raadplegen op <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/enron/ecofin_2004_04_enron_en.pdf>.

134. High Level Group Report on EU Company Law 2002, p. 29.

135. Ibid, p. 31-33.

136. Ibid, p. 33-34.

Voorts bevatte het nieuwe rapport van de High Level Group in navolging van hun eerdere rapport over overnamebiedingen verwijzingen naar normatieve uitgangspunten die duidelijk op rechtseconomische ideeën terug zijn te voeren. Deze rechtseconomische benadering is goed zichtbaar in de onderstaande passages:

1. *“In a proper system of corporate governance, shareholders should have effective means to actively exercise influence over the company. (...) [S]hareholders are the residual claimholders (they only receive payment once all creditors have been satisfied) and they are entitled to reap the benefits if the company prospers and are the first to suffer if it does not. Shareholders need to be able to ensure that management pursues – and remains accountable to – their interests. Shareholders focus on wealth creation and are therefore, in the Group’s view very suited to act as ‘watchdog’ not only on their behalf, but also, in normal circumstances, on behalf of other stakeholders.”*¹³⁷
2. *“Good corporate governance requires a strong and balanced board as a monitoring body for the executive management of the company. Executive managers manage the company ultimately on behalf of the shareholders. In companies with dispersed ownership, shareholders are usually unable to closely monitor management, its strategies and its performance for lack of information and resources. The role of non-executive directors in one-tier board structures and supervisory directors in two-tier board structures is to fill this gap between the uninformed shareholders as principals and the fully informed executive managers as agents by monitoring the agents more closely.”*¹³⁸
3. *“Requiring disclosure of information can be a powerful regulatory tool in company law. It enhances the accountability for and the transparency of the company’s governance and its affairs. The mere fact that for example governance structures or particular actions or facts have to be disclosed, and therefore will have to be explained, creates an incentive to renounce structures outside what is considered to be best practice and to avoid actions that are in breach of fiduciary duties or regulatory requirements or could be criticised as being outside best practice. For those who participate in companies or do business with companies, information is a necessary element in order to be able to assess their position and respond to changes which are relevant to them. (...). Disclosure requirements can sometimes provide a more efficient regulatory tool than substantive regulation through more or less detailed rules. Such disclosure creates a lighter regulatory environment and allows for greater flexibility and adaptability.*

137. Ibid, p. 47.

138. Ibid, p. 59.

HOOFDSTUK 5

Although the regulatory effect may in theory be more indirect and remote than with substantive rules, in practice enforcement of disclosure requirements as such is normally easier.”¹³⁹

4. “[W]e take the view that disclosure has a pivotal role in company law. (...) We underlined this when we recommended in our First Report [het rapport van de High Level Group van januari 2002 met aanbevelingen voor een herziene EU Overnamerichtlijn, FO] that listed companies in all Member States be required to disclose their capital and control structures. On the basis of information about potentially defensive structures established in a company, the market would be able to react by discounts and higher costs of capital.”¹⁴⁰

In al deze citaten zijn verschillende van de rechtseconomische ideeën en concepten zichtbaar die ook aan het werk van Hansmann en Kraakman ten grondslag liggen. Zo geeft citaat 1 een letterlijke weergave van de idee van aandeelhouders als residual claimants en bevatten citaten 1 en 2 beide elementen van de agency theory, in citaat 2 wordt de principal-agent verhouding tussen aandeelhouders en bestuurders zelfs letterlijk benoemd. In citaten 3 en 4 leunen de overwegingen impliciet op de EMH: de gedachte lijkt te zijn dat alle beschikbare informatie over een beursvennootschap door de werking van kapitaalmarkten in de beurskoers zal worden verdisconteerd. De ‘discounts’ die aan het slot van citaat 4 worden genoemd zullen immers pas ontstaan als de markt daadwerkelijk op de beschikbare informatie over beschermingsmaatregelen zou reageren en deze informatie daardoor ‘zichtbaar’ zou worden in de prijs. De overkoepelende notie van rationele actoren is door alle hierboven geciteerde grondslagen geweven: het verwachte gedrag van actoren in de verhouding aandeelhouders-bestuur en de efficiënte werking van kapitaalmarkten is immers gebaseerd op de rationaliteitspresumptie. Zonder dit verondersteld rationeel handelen van actoren zijn de hierboven beschreven generalisaties niet mogelijk.

5.3.2 *Het EU Action Plan (2003)*

Ter uitvoering van het streven om tot een modern Europees ondernemingsrecht te komen deed de High Level Group een aantal specifieke voorstellen. Deze voorstellen waren uitgesplitst in maatregelen op de korte, middellange en lange termijn.¹⁴¹ Een van de centrale aanbevelingen van het High Level Group rapport was dat de Europese Commissie een actieplan zou formuleren om een agenda voor de implementatie van deze voorstellen vast te leggen.¹⁴²

139. Ibid, p. 33-34.

140. Ibid, p. 45.

141. Ibid, p. 125-127.

142. Ibid, p. 127.

De Europese Commissie volgde deze aanbeveling op en publiceerde zes maanden later een mededeling getiteld ‘Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward’, ook wel aangeduid als het ‘EU Action Plan’.¹⁴³ Het EU Action Plan zou de blauwdruk vormen voor het te voeren beleid op Europees niveau op het terrein van het ondernemingsrecht, inclusief een agenda voor de specifiek te nemen maatregelen.

Tussen het uitbrengen van het rapport van de High Level Group en de publicatie van het EU Action Plan had het moderniseringsproject voor het Europese ondernemingsrecht nog een nieuwe impuls gekregen in de vorm van de boekhoudschandalen die begin 2003 bij Parmalat (Italië) en Ahold (Nederland) de kop opstaken. De Europese Commissie refereerde in het EU Action Plan ook expliciet aan deze gebeurtenissen en plaatste de schandalen in de context van een gebrek aan controle van bestuurders door aandeelhouders. In de (ongebruikelijk scherpe) woorden van de Europese Commissie: *“Recent financial scandals have prompted a new, active debate on corporate governance, and the necessary restoration of confidence is one more reason for new initiatives at EU level. Investors, large and small, are demanding more transparency and better information on companies, and are seeking to gain more influence on the way the public companies they own operate. Shareholders own companies, not management – yet far too frequently their rights have been trampled on by shoddy, greedy and occasionally fraudulent corporate behaviour. A new sense of proportion and fairness is necessary.”*¹⁴⁴

Wat in het bovenstaande citaat opvalt is de karakterisering van aandeelhouders als “owners”. Hoewel waarschijnlijk niet teveel in deze zinsnede gelezen moet worden, geeft de woordkeuze wel een aanwijzing voor de normatieve positie die in het kader van het EU Action Plan aan aandeelhouders werd toebedacht. Interessanter is de verwijzing naar de recente schandalen als *“one more reason for new initiatives at EU level.”* Deze opmerking doet vermoeden dat de Europese Commissie zelf onderkende dat de boekhoudschandalen die zich kort daarvoor hadden voorgedaan een zeker politiek momentum aan de moderniseringsagenda op het terrein van het Europese ondernemingsrecht zouden kunnen verschaffen. Het zou evenwel een misvatting zijn om te veronderstellen dat deze boekhoudschandalen de directe of zelfs maar de indirecte aanleiding zijn geweest voor het EU Action Plan. Zoals eerder in deze

143. Mededeling van de Europese Commissie aan de Raad en het Europese Parlement ‘Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward’, 21 mei 2003, COM(2003) 284 definitief.

144. EU Action Plan 2003, p. 7.

HOOFDSTUK 5

paragraaf uiteen is gezet, waren de eerste aanzetten om tot een modernisering van het Europese ondernemingsrecht te komen al gegeven voordat de eerste van de boekhoudschandalen (Enron) zich voordeed. In feite lagen de contouren van de voorgenomen moderniseringsoperatie al besloten in de formulering van de adviesaanvraag aan de High Level Group. De conclusie ligt voor de hand dat het EU Action Plan er ook zou zijn gekomen indien de schandalen bij Enron, Parmalat en Ahold zich niet zouden hebben voorgedaan. Wel zullen deze schandalen hebben bijgedragen aan de perceptie over de noodzaak van de voorgestelde maatregelen.

In het EU Action Plan formuleerde de Europese Commissie twee overkoepelende beleidsdoelstellingen: (i) het versterken van de rechten van aandeelhouders en van bescherming van derden (crediteuren); en (ii) het verbeteren van het concurrentievermogen van ondernemingen.¹⁴⁵ De maatregelen die de Europese Commissie in het teken van de tweede beleidsdoelstellingen had geformuleerd zagen in hoofdzaak op het verbeteren van mogelijkheden voor grensoverschrijdende herstructureringen (in het bijzonder fusies) en grensoverschrijdende zetelverplaatsingen, alsmede op het verkennen van mogelijkheden voor nieuwe Europese rechtsvormen zoals een Europese besloten vennootschap. De maatregelen die de Europese Commissie formuleerde op het terrein van corporate governance vloeiden voort uit de eerste beleidsdoelstelling. Ter onderbouwing van deze beleidsdoelstelling overwoog de Europese Commissie het volgende: *“Ensuring effective and proportionate protection of shareholders and third parties must be at the core of any company law policy. A sound framework for protection of members and third parties, which properly achieves a high degree of confidence in business relationships, is a fundamental condition for business efficiency and competitiveness. In particular, an effective regime for the protection of shareholders and their rights, protecting the savings and pensions of millions of people and strengthening the foundations of capital markets for the long term in a context of diversified shareholding within the EU, is essential if companies are to raise capital at the lowest cost. Maintaining efficient protection of members and third parties will be even more important in the future, in view of the increasing mobility of companies within the EU.”*¹⁴⁶

Bovenstaand citaat laat zien dat een belangrijk deel van de beleidsagenda van de Europese Commissie in het teken stond van een bepaalde beschermingsgedachte. Deze beschermingsgedachte heeft naar het zich laat aanzien ook doorgewerkt in de keuzes over de mate van harmonisatie die de Europese Commissie ten aanzien van de verschillende onderdelen van de agenda van het EU

145. Ibid, p. 8-9.

146. Ibid, p. 8.

Action Plan nastreefde. Het EU Action Plan bevatte niet voor elke afzonderlijke voorgestelde maatregel een uiteenzetting van de redenen voor de Europese Commissie om regulering op Europees niveau voor te stellen. In de inleiding van het stuk werd het eerbiedigen van het proportionaliteitsbeginsel en subsidiariteitsbeginsel weliswaar als één van de “*guiding political criteria*” bestempeld¹⁴⁷ en werd per maatregel aangeduid wat de “*preferred type of initiative*” was (verordening, richtlijn, aanbeveling), maar de Europese Commissie maakte in het stuk niet duidelijk waarom de afweging van proportionaliteit en subsidiariteit ten aanzien van de voorgestelde maatregelen positief was uitgevallen.

Op dit punt ontstaat de indruk dat de Europese Commissie de vraag wat op Europees niveau geregeld moest worden vooral pragmatisch heeft benaderd vanuit het perspectief van de overkoepelende beleidsdoelstelling van versterking van aandeelhoudersrechten en verbetering van bescherming van derden en niet zozeer vanuit daadwerkelijke overwegingen van subsidiariteit. De Europese Commissie zag kennelijk op dit punt voor zichzelf een voortrekkersrol om meteen op Europees niveau te komen tot nieuwe waarborgen voor aandeelhouders en crediteuren zonder eventuele initiatieven op nationaal niveau die in reactie op de recente boekhoudschandalen zouden kunnen ontstaan af te wachten. Dat de Europese Commissie hierbij zelf tot het normatieve uitgangspunt kwam dat ondernemingsrecht primair in het teken dient te staan van bescherming van (minderheids)aandeelhouders en crediteuren is in dat opzicht opmerkelijk.

Bij de tweede beleidsdoelstelling van het EU Action Plan stond juist het streven naar ‘regulatory competition’ tussen de Lidstaten centraal. De onderliggende gedachte was dat Lidstaten elkaar zouden kunnen gaan beconcurreren in de aantrekkelijkheid van hun respectieve nationale wet- en regelgeving op het terrein van het ondernemingsrecht. Om deze concurrentie daadwerkelijk mogelijk te maken diende op Europees niveau bepaalde regelingen op het terrein van ‘corporate restructuring’ en ‘corporate mobility’ te worden ingevoerd om grensoverschrijdende herstructureringen en zetelverplaatsingen mogelijk te maken. Het Hof van Justitie had in de arresten in de zaken *Centros* en *Überseering* al de weg bereid voor een vorm van vrij verkeer voor rechtspersonen en deze ontwikkeling zou kort na de publicatie van het EU Action Plan door het Hof van een nieuwe impuls worden voorzien met het arrest inzake *Inspire Art.*¹⁴⁸ Het enthousiasme voor concurrerende rechtssystemen dat de Europese Commissie bij de tweede beleidsdoelstelling van het EU Action Plan aan de dag legde, ontbrak bij de eerste beleidsdoelstelling.

147. EU Action Plan 2003, p. 4.

148. HvJ EG 9 maart 1999, *NJ* 2000, 48 m.nt. P. Vlas (*Centros*), HvJ EG 5 november 2002, *NJ* 2003, 58 m.nt. P. Vlas (*Überseering*) en HvJ EG 30 september 2003, *NJ* 2004, 394 m.nt. P. Vlas (*Inspire Art*).

HOOFDSTUK 5

In het EU Action Plan nam de Europese Commissie met een enkele afwijking alle aanbevelingen van de High Level Group voor concrete maatregelen integraal over.¹⁴⁹ Op het gebied van corporate governance betekende dit onder meer dat het opstellen van een richtlijn ter facilitering van de grensoverschrijdende uitoefening van aandeelhoudersrechten als korte termijn prioriteit werd aangemerkt.¹⁵⁰ Dit actiepunt zou later worden uitgewerkt in wat uiteindelijk in 2007 de Richtlijn Aandeelhoudersrechten zou worden.¹⁵¹ Deze richtlijn voorzag enerzijds in harmonisatie van minimum standaarden die erop waren gericht om aandeelhouders in staat te stellen om hun bestaande rechten zoals het vergaderrecht en het stemrecht beter uit te oefenen en anderzijds in het creëren van een communautaire grondslag voor bepaalde aanvullende rechten en mogelijkheden voor aandeelhouders, zoals stemmen op afstand en de mogelijkheid om onderwerpen of ontwerpbesluiten aan te dragen voor de agenda van aandeelhoudersvergaderingen.

Een ander deel van de wetgevingsagenda van het EU Action Plan moet ook mede tegen de achtergrond van de Lissabon agenda worden gezien. Een belangrijke component van deze wetgevingsagenda was immers erop gericht om te komen tot liberalisering van bestaande communautaire regelgeving (onder meer het voorstel tot herziening en vereenvoudiging van de regels inzake kapitaalbescherming van de Tweede Richtlijn¹⁵²) dan wel tot het faciliteren van grensoverschrijdende activiteiten (onder meer het voorstel voor een richtlijn inzake grensoverschrijdende fusies¹⁵³ en het uiteindelijk niet verwezenlijkte voorstel voor een Veertiende Richtlijn inzake grensoverschrijdende zetelverplaatsing).¹⁵⁴

149. Zie ook Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 455.

150. EU Action Plan 2003, p. 24.

151. Richtlijn 2007/36 EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 over de uitoefening van bepaalde rechten door aandeelhouders in beursvennootschappen (Richtlijn Aandeelhoudersrechten).

152. EU Action Plan 2003, p. 24. Zie Richtlijn 2006/68 EG van de Raad en het Europees Parlement van 6 september 2006 tot herziening van Richtlijn 77/91 EEG inzake de oprichting van kapitaalvennootschappen en kapitaalbescherming. In dit verband valt ook te wijzen op de 'medium term objective' in het EU Action Plan voor een haalbaarheidsstudie naar alternatieven voor de regels inzake kapitaalbescherming. Zie EU Action Plan 2003, p. 25.

153. EU Action Plan 2003, p. 25. Zie Richtlijn 2005/56 EG van de Raad en het Europees Parlement van 26 oktober 2005 inzake grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen.

154. EU Action Plan 2003, p. 25.

Op een ander punt ging de Europese Commissie zelfs verder dan de High Level Group. Als prioriteit voor de middellange termijn werd een haalbaarheidsstudie naar een systeem van 'shareholder democracy' voor beursvennootschappen aangemerkt.¹⁵⁵ Meer in het bijzonder ging het daarbij om de vraag of het 'one share, one vote' principe¹⁵⁶ op Europees niveau verankerd zou moeten worden. Hoewel eind 2007 het oordeel over het verplicht stellen van one share one vote op Europees niveau in de impact assessment uiteindelijk negatief uitviel¹⁵⁷ gaf het benoemen van het systeem van shareholder democracy als ideaalbeeld op het gebied van corporate governance wel inzicht in de oriëntatie van de Europese Commissie op dat gebied.

In navolging van de High Level Group en in vervolg op eerdere externe onderzoeken besloot de Europese Commissie dat er geen noodzaak was tot het formuleren van een Europese corporate governance code, maar dat het juist beter was om de ontwikkeling van dergelijke codes op nationaal niveau te stimuleren. Wel stelde de Europese Commissie voor om een 'European Corporate Governance Forum' in het leven te roepen, een adviesorgaan dat zich zou bezighouden met het coördineren van de ontwikkeling van codes op het niveau van de Lidstaten en dat zou moeten dienen als 'kennisbank' voor de verschillende Codes. Hiermee kreeg het fenomeen Code wel een belangrijke impuls voor wat betreft de rechtsontwikkeling op het niveau van de Lidstaten. Een zekere druk, zo niet dwang, aan het adres van de Lidstaten om een eigen code op te stellen lag zeker in de opzet van het EU Action Plan besloten.

Tot slot stelde de Europese Commissie in het EU Action Plan een nieuwe versie van de Dertiende Richtlijn in het vooruitzicht. Deze nieuwe ontwerp-richtlijn die aan de basis stond van de uiteindelijke Overnamerichtlijn¹⁵⁸ was opgesteld conform de voorstellen van de High Level Group in het rapport over openbare overnamebiedingen. Zo waren zowel de door de High Level Group

155. De eerste aanzet tot de discussie over shareholder democracy is gegeven in de consultatieronde voorafgaand aan het rapport van de High Level Group over openbare overnamebiedingen. Zie High Level Group Report on Takeover Bids 2002, p. 73 (Annex 3). Dit onderdeel kwam uiteindelijk niet terug in het algemene rapport van november 2002, maar is daarna zelfstandig opgepakt door de Europese Commissie. Zie EU Action Plan 2003, p. 14.

156. Het one share one vote principe beoogt in wezen tot uitdrukking te brengen dat er geen scheve verhouding mag zijn tussen kapitaal enerzijds (het aantal aandelen dat een persoon houdt) en zeggenschap anderzijds (de hoeveelheid stemmen die aan de door die persoon gehouden aandelen verbonden zijn).

157. 'Impact Assessment on the Proportionality of Capital and Control of Listed Companies', Commission Staff Working Document, 12 december 2007, SEC (2007) 1705.

158. Richtlijn 2004/25 EG van de Raad en het Europees Parlement van 21 oktober 2004 inzake overnamebiedingen.

HOOFDSTUK 5

voorgestelde ‘board neutrality rule’ als ook de controversiële ‘breakthrough rule’ in het eerste ontwerp dwingendrechtelijk voorgeschreven. Hiermee werd beoogd de speelruimte die de verschillende nationale rechtsstelsels lieten aan besturen van beursgenoteerde doelwitvennootschappen om zich tegen vijandige overnames te verzetten aanzienlijk in te perken. Het door de High Level Group aangedragen normatieve kader rond het ‘shareholder decision-making principle’ zou hiermee van een positiefrechtelijke verankering worden voorzien. Uiteindelijk is het verplichtend karakter van de Overnamerichtlijn onder grote politieke druk verwaterd in die zin dat de ‘board neutrality rule’ en de ‘breakthrough rule’ in de eindversie alleen als optionele maatregelen voor Lidstaten werden voorgeschreven. EU commissaris Bolkestein verwoordde het naar verluidt erg sterk door te zeggen dat de uiteindelijke Overnamerichtlijn de inkt waarmee het geschreven was niet waard was.¹⁵⁹ De insteek van de eerste versie van de Overnamerichtlijn toont wel de toenmalige ambitie van de Europese Commissie om het verschijnsel beschermingsconstructies op Europees niveau naar Brits model terug te dringen.

Alles overziende was een belangrijk deel van de normatieve uitgangspunten die aan het EU Action Plan ten grondslag lagen, in het bijzonder de onderliggende overwegingen ten aanzien van de eerste beleidsdoelstelling van bescherming van aandeelhouders en crediteuren terug te voeren op een bepaalde aandeelhoudersgeoriënteerde visie op het ondernemingsrecht. De rapporten van de High Level Group, die op hun beurt weer in belangrijke mate geïnspireerd lijken te zijn door het werk van de Britse Steering Group on Company Law en waarin voorts duidelijke sporen van concepten uit de discipline van ‘law & economics’ zichtbaar waren, fungeerden in zekere zin als een soort intellectuele ‘business case’ voor de Europese Commissie. Deze ‘business case’ zag niet alleen op het aandragen van ideeën over speerpunten voor beleid, ‘moderne’ technieken van regulering en een nieuwe oriëntatie op het doel, wezen en functie van het Europese ondernemingsrecht, maar ook op het legitimeren van een actief beleid en van specifieke initiatieven van de Europese Commissie op het terrein van het ondernemingsrecht.

159. Deze uitspraak wordt aan Bolkestein toegeschreven in Winter 2008, p. 119. In het dagboek dat Bolkestein kort na het einde van zijn ambtstermijn als Eurocommissaris publiceerde is deze uitlating niet terug te vinden. Wel merkte Bolkestein in dit dagboek op dat hij het voorstel voor de uiteindelijke Overnamerichtlijn in november 2003 alsnog had willen intrekken omdat de Raad het “*totaal gedenatureerd*” had, maar dat de Commissie als geheel niet tegen het unanieme Raadsbesluit had willen ingaan. Zie F. Bolkestein, *Grensverkenningen: Dagboek van een Eurocommissaris*, Amsterdam: Bert Bakker 2005, p. 253-254.

In de Nederlandse rechtswetenschap is indertijd veel aandacht geweest voor de hierboven beschreven Europese agenda en de verschillende Europese initiatieven op het gebied van het ondernemingsrecht. Uiteraard heeft Winter als voorzitter van de High Level Group hierbij een rol gespeeld.¹⁶⁰ Ook Rickford was actief in de Nederlandse discussie. In 2002 bekleedde Rickford een door Unilever gesponsorde wisselleerstoel in Leiden met als leeropdracht 'European Company Law'. Gedurende dit jaar verzorgde Rickford meerdere publicaties in Nederlandse tijdschriften over de aankomende herziening van het Engelse ondernemingsrecht¹⁶¹ en organiseerde hij in november 2002 een congres over Europees ondernemingsrecht met als sprekers onder meer Hopt, Garrido en Winter uit de High Level Group en met een inleiding door Bolkestein.¹⁶²

Met de publicatie van het EU Action Plan lag de Europese beleidsagenda op het terrein van het ondernemingsrecht voor de jaren erna vast. In Nederland waren de lijnen reeds in de periode tot 2001 uitgezet (zie §5.2 hiervoor). De vraag is nu wat concreet de uitwerking van de aldus getrokken normatieve beleidslijnen op nationaal- en Europees niveau is geweest op het juridisch en feitelijke niveau in Nederland. Dit is het onderwerp van de volgende paragrafen. In deze paragraaf zal ik laten zien dat bij die concrete uitwerking sprake was van een zekere wisselwerking tussen de normatieve ontwikkelingen op nationaal- en Europees niveau die ik hierboven heb beschreven. Het lijkt op een verticale wisselwerking. Daarnaast was er ook een horizontale wisselwerking tussen de ontwikkelingen in Nederland op het gebied van rechtspraak, zelfregulering en wetgeving. Ook deze wisselwerking komt in de volgende paragrafen aan bod.

160. Zie bijvoorbeeld Winter's voordracht op het IVO-congres in Groningen op 5 oktober 2002: J.W. Winter, 'Overname en bescherming onder het nieuwe voorstel voor de 13^e richtlijn' in L.J. Hijmans van den Bergh et al. (reds.), *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, IVO-reeks nr. 40, Deventer: Kluwer 2003, p. 63-78. Zie voor een aanzet tot modernisering van het Nederlandse ondernemingsrecht J.W. Winter, 'Beperkt houdbaar', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 395-396.

161. Rickford 2002a, Rickford 2002b en Rickford 2003.

162. De voordrachten zijn opgenomen in J. Rickford et al. (reds.), *The European Company: Developing a Community Law of Corporations*, Antwerpen: Intersentia 2003. Ook de tekst van de oratie die Rickford in september 2002 in Leiden heeft uitgesproken is in deze bundel opgenomen.

5.4 Uitwerking in rechtspraak

5.4.1 *Ontwikkelingen in het enquêterecht en de rol van de Ondernemingskamer*

In de periode tussen 1999 en 2004 werden niet alleen vanuit wetgeving en beleid de nodige impulsen aan de rechtsontwikkeling op het gebied van corporate governance voor beursvennootschappen gegeven, maar zeker ook vanuit de rechtspraak. De rechtspraak van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam nam hierin een centrale plaats in. Op persoonlijk gebied speelde de toenmalige voorzitter van de Ondernemingskamer Willems een belangrijke rol. Onder zijn voorzitterschap trad de Ondernemingskamer nadrukkelijker dan voorheen naar voren als actor in het proces van rechtsvorming in het ondernemingsrecht.¹⁶³ Minstens zo belangrijk was ook het soort zaken die in de relevante periode aan de Ondernemingskamer werden voorgelegd. De enquêteprocedure, in het bijzonder de mogelijkheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen in het kader ervan, werd in deze periode voor het eerst ingezet als instrument in overnameconflicten tussen aandeelhouders en vennootschapsleidingen van grote beursondernemingen. Hierdoor kreeg de Ondernemingskamer de kans om zich in haar beschikkingen uit te laten over de op dat moment actuele kwesties in de ontwikkelingen rond corporate governance, zoals de toelaatbaarheid en wenselijkheid van beschermingsconstructies bij ongewenste overnamebiedingen en de gewenste mate van betrokkenheid van aandeelhouders bij belangrijke strategische beslissingen. Daarmee werd via de band van de enquêteprocedure in deze periode de discussie over corporate governance meerdere malen in volle omvang en met alle tegenstellingen in standpunten gepresenteerd.

Dat de Ondernemingskamer een belangrijke rol in de rechtsvorming in het ondernemingsrecht of in de ontwikkeling van het denken over corporate governance zou krijgen was niet vanzelfsprekend. De wettelijke regeling van de enquêteprocedure was weliswaar al in 1929 ingevoerd, maar vanwege de geringe effectiviteit van de procedure werd lange tijd weinig tot geen gebruik van deze rechtsgang gemaakt. De herziening van deze wettelijke regeling en de instelling van de Ondernemingskamer als nieuwe gerechtelijke instelling in 1971

163. Als verklarende factor voor deze actieve opstelling kan worden gewezen op de opvattingen van Willems (kenbaar uit zijn Groningse oratie uit 2010) over de taak van de rechter. Deze opvattingen zijn geïnspireerd door de Britse ‘*common law*’ traditie waarin rechtsvorming door de rechter centraal staat. Zie hierover J.H.M. Willems, ‘Van Groeningen naar Groningen: over litigation en legislation’, *Ondernemingsrecht* 2011, 2.

brachten hierin enige verandering.¹⁶⁴ Gedurende de jaren '70 en '80 werden voor het eerst 'grote' zaken aan de Ondernemingskamer voorgelegd in het kader van een enquêteprocedure zoals *Batco*,¹⁶⁵ *Hyster*¹⁶⁶ en in het bijzonder *OGEM*.¹⁶⁷ Een belangrijke kanttekening bij deze observatie is dat het strijd-toneel in dergelijke zaken vaak niet bij de Ondernemingskamer was geconcentreerd. Omdat onder de toenmalige wettelijke regeling van de enquêteprocedure alleen aan het einde van de procedure bij gebleken wanbeleid voorzieningen getroffen konden worden, werden dergelijke grote enquêteprocedures vaak geflankeerd door procedures bij de gewone rechter. In dergelijke procedures, al dan niet in kort geding, werd de gewone rechter verzocht om vooruitlopend op het onderzoek in de enquêteprocedure – of in sommige gevallen zelfs vooruitlopend op het aanhangig maken van de enquêteprocedure – reeds bepaalde maatregelen te treffen.¹⁶⁸ Als gevolg van deze versnippering vond een belangrijk deel van de rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht via rechtspraak afkomstig van de gewone rechter plaats. Ook moet bij dit alles worden bedacht dat de aard van de conflicten rond (grote) ondernemingen in die tijd wezenlijk verschilde van de huidige situatie. Niet zozeer conflicten tussen de vennootschapsleiding en kapitaalverschaffers, maar vooral conflicten rond de factor arbeid, zoals behoud van werkgelegenheid en inspraak of medezeggenschap van werknemers ten aanzien van bepaalde strategische aangelegenheden, stonden bij veel van de procedures ten overstaan van de Ondernemingskamer uit deze tijd centraal.

De congresbundel van het IVO-congres 'Geschillen in de onderneming' dat in mei 1984 plaatsvond geeft een illustratie van wat de destijds levende thema's waren in ondernemingsrechtelijke geschillen en van het respectievelijke gewicht dat elke soort geschillen ten opzichte van de andere soorten in de schaal legde. De tekst van de door Duk gehouden voordracht over

164. Wet van 10 september 1970 tot herziening van de enquêteprocedure, *Stb.* 1970, 411. De instelling van de Ondernemingskamer maakte deel uit van de Wet van 10 september 1970 houdende wettelijke bepalingen met betrekking tot de jaarrekening van ondernemingen, *Stb.* 1970, 414.

165. Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Batco*).

166. Gerechtshof Amsterdam (OK) 23 juni 1983, *NJ* 1984, 571 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Hyster*).

167. Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 december 1983, *NJ* 1985, 383 m.nt. J.M.M. Maeijer (*OGEM*).

168. Zie bijvoorbeeld Gerechtshof Amsterdam 26 oktober 1978, *NJ* 1980, 70 (*Batco*), waarin het Hof zich moest buigen over een uitspraak van de President van de Rechtbank Amsterdam in kort geding strekkende tot een verbod aan *Batco* om voor de duur van één jaar uitvoering te geven aan haar besluit om een fabriek in Amsterdam te sluiten. Zie ook Gerechtshof Arnhem 13 juli 1983, *NJ* 1983, 570 (*Hyster*), waarin het Hof *Hyster* verbood om voor de duur van de op dat moment aanhangige enquêteprocedure uitvoering te geven aan de besluiten tot beëindiging van de productie van twee series vorkheftrucs en tot het schrappen van 158 arbeidsplaatsen.

geschillen in het medezeggenschapsrecht besloeg 18 pagina's en bevatte verwijzingen naar 32 uitspraken van verschillende rechterlijke instanties.¹⁶⁹ In schril contrast hiermee stond de opmerking van Van der Grinten over het enquêterecht in zijn voordracht over de positie van de Ondernemingskamer. In een uiteenzetting van de verschillende soorten procedures waarvoor de Ondernemingskamer als bevoegde rechter was aangewezen volstond Van der Grinten met de volgende opmerking over de enquêteprocedure: “*Het aantal enquêtezaken dat bij de ondernemingskamer aanhangig is gemaakt is beduidend groter dan het aantal jaarrekeningenzaken. Het overgrote deel van de verzoeken betreft verzoeken door aandeelhouders. Een groot deel van de zaken is door verzoekers ingetrokken.*”¹⁷⁰

In hoofdstuk 3 is uiteengezet hoe het paradigma rond de machtsverhoudingen in grote Nederlandse ondernemingen zich in de periode tot eind jaren '90 geleidelijk verplaatste van de tegenstelling tussen arbeid en zeggenschap tot een tegenstelling tussen kapitaal en zeggenschap. De opkomst van deze nieuwe tegenstelling bracht ook een nieuw soort geschil met zich mee: een machtsstrijd binnen beursvennootschappen tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders. Dat de beslechting van dit soort geschillen vanaf eind jaren '90 bij de Ondernemingskamer geconcentreerd raakte is terug te voeren op drie ontwikkelingen. De eerste ontwikkeling is de invoering per 1 januari 1994 van de mogelijkheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen door de Ondernemingskamer in het kader van een enquêteprocedure (art. 2:349a lid 2 BW).¹⁷¹ Met de mogelijkheid om de Ondernemingskamer te verzoeken bepaalde onmiddellijke voorzieningen te treffen verviel voor procespartijen bij een enquêteprocedure de noodzaak om voor het verkrijgen van dergelijke maatregelen een aparte procedure bij de kort gedingrechter te entameren.

In het verlengde hiervan lag de tweede ontwikkeling: de vaststelling van het primaat van de Ondernemingskamer boven de kort gedingrechter bij het treffen van ordemaatregelen. Een belangrijke schakel in deze ontwikkeling is het arrest van het Gerechtshof Amsterdam uit 1996 in de zaak *Huisdierencrematorium Uden*.¹⁷² Kern van deze zaak was een vordering in kort geding ten

169. R.A.A. Duk, 'Enkele problemen in verband met de samenloop van geschillenregelingen in het medezeggenschapsrecht', in P. van Schilfgaarde (red.), *Geschillen in de onderneming*, IVO-reeks nr. 1, Deventer: Kluwer 1984, p. 51-69.

170. W.C.L. van der Grinten, 'De positie van de Ondernemingskamer in het systeem van de rechtspleging', in P. van Schilfgaarde (red.), *Geschillen in de onderneming*, IVO-reeks nr. 1, Deventer: Kluwer 1984, p. 93-106, in het bijzonder p. 97.

171. Ingevoerd bij de zogeheten 'Aanvullingswet' van 8 november 1993, *Stb.* 1993, 597. Zie over de totstandkomingsgeschiedenis P.D. Olden, 'Tien jaar onmiddellijke voorzieningen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 549-555, in het bijzonder p. 549-550.

172. Gerechtshof Amsterdam 7 november 1996, *KG* 1997, 3 (*Huisdierencrematorium Uden*).

overstaan van de President van de Rechtbank Amsterdam die hangende een lopende enquêteprocedure door de verzoeker tegen verweerster was ingesteld tot het verkrijgen van een bepaalde voorziening in afwachting op de beslissing op het enquêteverzoek. De President had de gevraagde voorziening geweigerd onder verwijzing naar de mogelijkheden voor verzoeker om in het kader van de enquêteprocedure een onmiddellijke voorziening te vragen. Het Hof bekrachtigde het vonnis. Zij overwoog daartoe onder meer het volgende: “*Wanneer, vooruitlopend op de (resultaten van de) enquête, een onmiddellijke voorziening noodzakelijk is, kan de [Ondernemingskamer, FO] een daartoe strekkend verzoek op een termijn behandelen die nauwelijks of niet langer is dan die welke door de president in kort geding pleegt te worden gehanteerd. In elk geval kunnen zodanige verzoeken wekelijks op donderdag, de vaste zittingsdag van de ondernemingskamer, aan de orde komen. Uitspraak kan, zo nodig, onmiddellijk na de mondelinge behandeling van het verzoek worden gedaan.*”¹⁷³ Met de President in eerste aanleg oordeelde het Hof dat het vanwege de status van de Ondernemingskamer als gespecialiseerd college en vanwege de snelheid die de Ondernemingskamer bij de behandeling van en beslissing op verzoeken om onmiddellijke voorzieningen wenselijk was dat de kort gedingrechter “*hoezeer ook naast de ondernemingskamer bevoegd*” zich terughoudend zou opstellen bij een verzoek om een voorlopige voorziening te treffen wanneer reeds een enquêteprocedure aanhangig was.¹⁷⁴

De voorheen nog zo belangrijke rol van de kort gedingrechter naast de Ondernemingskamer voor het treffen van flankerende ordemaatregelen bij reeds lopende enquêteprocedures was hiermee sterk ingeperkt, zo niet feitelijk uitgespeeld.¹⁷⁵ OK-voorzitter Willems verwoordde het in een voordracht in 1999 zelf nog stelliger: “*De gewone rechter heeft immers beslist dat voor de President in kort geding in beginsel geen taak is weggelegd als het conflict betrekking heeft op terreinen die onder de jurisdictie van de Ondernemingskamer vallen.*”¹⁷⁶ Strikt genomen ging Willems met deze uitspraak voorbij de reikwijdte van het *Huisdierencrematorium*-arrest – de overwegingen van het Hof zagen immers op de situatie waarin reeds een enquêteverzoek was ingediend – maar zijn uitleg van de strekking van dit arrest werd indertijd niet betwist.

De derde ontwikkeling betrof de inzet van de enquêteprocedure als strijdmiddel bij betwiste overnames. Hierbij kwamen in feite alle hierboven beschreven lijnen samen: de nieuwe positie van de Ondernemingskamer als kortgedingrechter voor ondernemingsrechtelijke geschillen via de band van onmiddellijke

173. Ibid, r.o. 4.11.

174. Ibid, r.o. 4.12.

175. In dezelfde zin Olden 2003, p. 550.

176. J.H.M. Willems, ‘De enquêteprocedure als efficiënte dienstmaagd’, in A.F.J.A. Leijten, L. Timmerman & J.H.M. Willems (reds.), *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Van der Heijden-reeks nr. 62, Deventer: Kluwer 2000, p. 39.

voorzieningen, de veranderende opvattingen ten aanzien van de overnamemarkt voor beursgenoteerde ondernemingen de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en de bereidheid van de Ondernemingskamer om een actieve rol aan te nemen in het proces van rechtsvorming op deze terreinen. Startschot van deze ontwikkeling was de enquêteprocedure inzake *Gucci* die begin 1999 een aanvang nam.¹⁷⁷ De *Gucci*-zaak is om meerdere redenen kenmerkend voor het nieuwe klimaat rond ‘*corporate litigation*’ dat in navolging van deze zaak in Nederland zou ontstaan. Een wat uitgebreidere bespreking van de uitspraken en de onderliggende geschillen is daarom op zijn plaats.

5.4.2 *Gucci (1999-2002)*

Gucci Group N.V. was een Nederlandse beursvennootschap waarin via een reeks van dochtervennootschappen alle activiteiten van het gelijknamige van origine Italiaanse modeconcern waren ondergebracht. De aandelen werden verhandeld op zowel de Amsterdamse Effectenbeurs (AEX) als ook op de New York Stock Exchange (NYSE). Op 6 januari 1999 maakte Louis Vuitton Moët Henessy (LVMH) bekend dat zij een belang tussen 5% en 10% in Gucci had verkregen. LVMH breidde haar belang daarna in korte tijd uit tot 34%.¹⁷⁸ In de periode tussen 6 januari en 18 februari 1999 vonden op bestuursniveau gesprekken plaats tussen Gucci en LVMH over een overname van Gucci door LVMH, maar deze gesprekken leidden niet tot overeenstemming over een wederzijds gesteunde transactie. Op 18 februari 1999 maakte Gucci vervolgens bij persbericht bekend dat zij een optierecht voor het nemen van in totaal 37 miljoen nieuwe aandelen had toegekend aan een stichting genaamd Stichting Belangen Werknemers en dat Gucci als gevolg van een gedeeltelijke uitoefening van deze optierechten direct meer dan 20 miljoen nieuwe aandelen, corresponderend met een beurswaarde van NLG 2,5 miljard, aan deze stichting had uitgegeven in het kader van een werknemersaandelenplan (Employee Stock Option Plan ofwel ESOP). Gucci had de aankoopprijs van deze aandelen bij wijze van renteloze lening zelf aan de stichting ter beschikking gesteld, de stichting zou deze lening aflossen uit de opbrengsten die zij als gevolg van dividenduitkeringen op de door haar gehouden aandelen zou kunnen verwerven. Het aantal van 20.154.985 nieuw uitgegeven aandelen was niet toevallig gekozen: dit was exact het aantal aandelen in Gucci dat LVMH tot op dat moment had verworven. Hierdoor verwaterde het belang van LVMH in Gucci tot ongeveer 25%. Daarbij was Gucci voorts met de stichting overeengekomen

177. Zie voor de eerste beschikking Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci I*).

178. De regeling inzake het verplicht bod (huidig artikel 5:70 Wft) bestond op dat moment nog niet.

dat bij toekomstige aankopen van aandelen in Gucci door LVMH telkens een daarmee corresponderend aantal aandelen aan de stichting zou worden uitgegeven.¹⁷⁹ Hiermee was het belang van LVMH in feite begrensd op 25%.

LVMH reageerde op deze ontwikkeling door op 25 februari 1999 een enquêteprocedure te entameren. Het was niet voor het eerst dat een enquêteprocedure door eenieder werd ingezet als middel in een overnamestrijd – het inleidend verzoekschrift in de hierna te bespreken enquêteprocedure inzake *Breevast* was reeds enkele maanden daarvoor ingediend¹⁸⁰ – maar het was wel voor het eerst dat op effectieve wijze gebruik werd gemaakt van de mogelijkheid om onmiddellijke voorzieningen te verzoeken. LVMH verzocht de Ondernemingskamer om een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van Gucci te gelasten en om voorts een aantal onmiddellijke voorzieningen te treffen, waaronder een schorsing van het stemrecht op de door de stichting gehouden aandelen in Gucci, een schorsing van de aan de stichting verleende optierechten tot het nemen van verdere aandelen in Gucci en een schorsing van de emissie-machtiging die de AVA van Gucci in 1995 voor de duur van vijf jaar aan de vennootschapsleiding had afgegeven. Gucci en de stichting voerden verweer en verzochten daarbij als voorwaardelijk tegenverzoek om in geval van schorsing van het stemrecht op de door de stichting gehouden aandelen in Gucci ook de stemrechten op de door LVMH gehouden aandelen te schorsen. Reeds op 3 maart 1999 vond de mondelinge behandeling plaats¹⁸¹ en de Ondernemingskamer deed direct ter zitting uitspraak, een en ander ter illustratie van de grote snelheid waarmee de Ondernemingskamer dergelijke spoedeisende zaken kon behandelen.

In haar beschikking van 3 maart 1999 bepaalde de Ondernemingskamer dat er naar haar voorlopig oordeel gegronde redenen waren om aan een juist beleid van Gucci te twijfelen. Deze gegronde redenen zagen in hoofdzaak op het optuigen van de ESOP-constructie door de transacties van Gucci met de stichting, waarbij de Ondernemingskamer bepaalde dat een onderzoek was vereist om vast te stellen of Gucci met deze constructie al dan niet bepalingen van dwingend recht (in het bijzonder het steunverbod van artikel 2:98c BW) had geschonden. In meer algemene zin overwoog de Ondernemingskamer dat het Gucci weliswaar vrij stond om “*maatregelen te nemen teneinde te voorkomen dat een haar onwelgevallige aandeelhouder een overwegende of*

179. Zie ‘the 30-month Fight for Gucci’, *M&A Journal* 2002, nr. 1, te raadplegen op <<http://www.themandajournal.com>>, p. 3.

180. Gerechtshof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 m.nt. M. Brink (*Breevast*), r.o. 1.1.

181. Willems heeft enkele jaren later een tot de verbeelding sprekende sfeerimpressie van deze zitting opgetekend. Zie J.H.M. Willems, ‘De feminile poëzie van het ondernemingsrecht’, *A&E* 2007, p. 631-632.

belangrijke mate van zeggenschap verkrijgt” maar dat niettemin het nemen van maatregelen die op gespannen voet staan met regels van dwingend recht kan wijzen op onjuist beleid.¹⁸² Hierbij was volgens de Ondernemingskamer ook relevant “*de open statutaire structuur van GUCCI GROUP NV en de rechten en verwachtingen die een aandeelhouder en bij de kapitaalmarkt betrokkenen in het algemeen in redelijkheid daaraan kan onderscheidenlijk kunnen ontlelen als ook de eisen van redelijkheid en billijkheid die een vennootschap jegens een (minderheids)aandeelhouder heeft in acht te nemen.*”¹⁸³ Met de verwijzing naar de “*open statutaire structuur*” doelde de Ondernemingskamer op het feit dat de vennootschapsrechtelijke inrichting van Gucci geen staande beschermingsconstructies kende zoals preferente beschermingsaandelen.

De Ondernemingskamer bepaalde echter ook dat nader onderzoek was vereist naar de gedragingen van LVMH. Concreet was de vraag in hoeverre LVMH zich conform artikel 2:8 BW had gedragen. De Ondernemingskamer formuleerde hierbij het volgende uitgangspunt: “*Anderzijds heeft, mede gezien het bepaalde in artikel 2:8 van het Burgerlijk Wetboek, te gelden dat de verwerver van een pakket aandelen als hier in het geding als behoorlijk aandeelhouder in verband met en bij gelegenheid van de verkrijging van die aandelen opening van zaken geeft, met de vennootschap wier aandelen hij verkrijgt redelijk overleg pleegt en in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen, maar ook de belangen van de vennootschap in al haar facetten en de belangen van de bij de vennootschap betrokken personen betreft.*”¹⁸⁴ Omdat LVMH naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer dit uitgangspunt onvoldoende in acht had genomen, zag de Ondernemingskamer aanleiding om bij onmiddellijke voorzieningen niet alleen het stemrecht op de door de stichting gehouden aandelen, maar ook het stemrecht op de door LVMH gehouden aandelen voor de duur van het geding te schorsen. Alle andere verzoeken om onmiddellijke voorzieningen werden afgewezen.

Een week later volgde de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Breevast*. Zoals hierboven vermeld was deze enquêteprocedure al eerder ahangig gemaakt, maar de beschikking volgde eerst op 11 maart 1999.¹⁸⁵ Wellicht

182. Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci I*), r.o. 3.2.

183. Ibid. Het belang van deze overweging werd in een latere voordracht nog eens onderstreept door Willems. Willems plaatste de overweging van de Ondernemingskamer in in een bredere stelling dat een actieve aandeelhouder in Nederland niet aan toetsing van zijn gedrag door de norm van redelijkheid en billijkheid ontkomt. Zie J.H.M. Willems, ‘Aandeelhoudersactivisme in Nederland: Troje Revisited’, in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010*, Van der Heijden-reeks nr. 104, Deventer: Kluwer 2010, p. 161-176, in het bijzonder p. 172-173.

184. Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci I*), r.o. 3.3.

185. Gerechtshof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 m.nt. M. Brink (*Breevast*).

had het ‘voorkruipen’ van de eerste beschikking inzake *Gucci* ermee te maken dat dat in de *Breevast*-procedure niet (specifiek) om het treffen van bepaalde onmiddellijke voorzieningen was verzocht.¹⁸⁶ Net als bij *Gucci* draaide *Breevast* om een beursgenoteerde onderneming (*Breevast*) die werd geconfronteerd met een ongewenste bidder (*Uni-Invest*). Ter afwering van de overnamepoging van *Uni-Invest* had *Breevast* achtereenvolgens een overeenkomst gesloten met een alternatieve koper (*Eurstate*) en daarna een pakket cumulatief preferente beschermingsaandelen uitgegeven aan de Stichting Continuïteit *Breevast* om een eventueel concurrerend bod van *Uni-Invest* te dwarsbomen. Anders dan bij *Gucci* betrof de laatstgenoemde transactie bij *Breevast* de activering van een reeds bestaande beschermingsconstructie en dus niet het alsnog optuigen van een beschermingsconstructie nadat de bidder op het toneel was verschenen. *Uni-Invest* verzocht daarop in een enquêteprocedure een onderzoek naar de hierboven genoemde transacties.

In de *Breevast*-beschikking stelde de Ondernemingskamer voorop dat het enkele feit dat een doelwitvennootschap een beleid voert dat erop is gericht om een overname van de zeggenschap door een ongewenste (en dus vijandige) bidder te voorkomen op zichzelf nog geen redenen opleverde om aan een juist beleid te twijfelen, maar dat dit anders kon zijn in geval van bijzondere en/of bijkomende omstandigheden van het geval.¹⁸⁷ Van dergelijke omstandigheden was volgens de Ondernemingskamer in het concrete geval echter geen sprake. Over de vraag wat bidder en doelwitvennootschap over en weer op grond van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW van elkaar mochten verwachten overwoog de Ondernemingskamer dat de doelwitvennootschap “*minst genomen bereid moet zijn kennis te nemen van de voornemens van die derde [de bidder, FO] en deze te willen bezien.*”¹⁸⁸ Zij stelde hier echter wel de in de eerste *Gucci*-beschikking geformuleerde rechtsregel over de verplichtingen van de bidder als (groot)-aandeelhouder tegenover.¹⁸⁹ Daarnaast wees de Ondernemingskamer nog op het feit dat *Uni-Invest* “*gelet op de bij Breevast bestaande mogelijkheden zich te verzetten tegen in haar ogen onwenselijke verkrijging van zeggenschap er ernstig rekening mee had moeten houden dat verkrijging van de door haar gewenste zeggenschap in het algemeen slechts mogelijk zou zijn indien Breevast daarmee zou instemmen althans geen overwegende bezwaren zou hebben.*”¹⁹⁰ Uiteindelijk besliste de Ondernemingskamer tot afwijzing van de verzoeken van *Uni-Invest*.

186. Een interessant gegeven in dit kader is dat één van de advocaten van LVMH in de *Gucci*-procedure, Josephus Jitta, zich in de *Breevast*-procedure juist aan de verwerende kant bevond (namens *Breevast*).

187. Gerechtshof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Breevast*), r.o. 4.2.

188. *Ibid.*, r.o. 4.16.

189. *Ibid.*, woordelijk gelijk aan de betreffende overweging in Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci I*), r.o. 3.3.

190. Gerechtshof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Breevast*), r.o. 4.16.

Terug naar *Gucci*. Kort na de eerste beschikking nam de overnamestrijd rond Gucci een onverwachte wending. Op 19 maart 1999 maakte Gucci in een gezamenlijk persbericht met Pinault-Printemps-Redoute (PPR), een Frans luxe-concern en rechtstreekse concurrent van LVMH, bekend dat zij 39 miljoen nieuwe aandelen in Gucci aan PPR had uitgegeven. Ook dit keer was de timing niet toevallig; voor diezelfde dag was een bespreking tussen LVMH en Gucci gepland waarin partijen in het verlengde van de door de Ondernemingskamer bewerkstelligde ‘*standstill*’ verder zouden praten over een mogelijk overnamebod van LVMH.¹⁹¹ PPR verkreeg als ‘*white knight*’ met deze transactie direct een belang van 40% in Gucci, terwijl het belang van LVMH verder verwaterde tot 20%. Met deze transactie kreeg PPR een gunstige uitgangspositie voor het doen van een overnamebod op de resterende aandelen in Gucci, terwijl de uitgangspositie van LVMH voor het doen van een succesvol overnamebod juist aanzienlijk verslechterde. Wat volgde was een serie overnamebiedingen, besprekingen en schermutselingen over en weer waarbij de Ondernemingskamer tot tweemaal toe via ordebeschikkingen¹⁹² enige regie aanbracht in het proces.

Op 27 mei 1999 wees de Ondernemingskamer haar eindbeschikking in de enquêteprocedure.¹⁹³ Inmiddels hadden ook de VEB en haar Franse evenknie zich in de procedure gevoegd als belanghebbenden. De Ondernemingskamer oordeelde dat zowel bij de gang van zaken rond het optuigen van de ESOP-constructie als ook bij de gang van zaken rond de transactie met PPR sprake was geweest van een handelen in strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap van de zijde van de vennootschapsleiding van Gucci en daarmee van wanbeleid.¹⁹⁴ Ter onderbouwing van haar oordeel over de ESOP-constructie wees de Ondernemingskamer andermaal op “*de open statutaire structuur van GUCCI GROUP NV en de rechten en verwachtingen die een aandeelhouder en bij de kapitaalmarkt betrokkenen in het algemeen in redelijkheid daaraan kan onderscheidenlijk kunnen ontleenen.*”¹⁹⁵ Hierin lag ook de sleutel tot het onderscheid met de *Breevast*-casus. Waarin een ongewenste bidder in *Breevast* vanwege de kenbare aanwezigheid van een beschermingsconstructie (de stichting continuïteit) er rekening mee had dienen te houden dat deze bescherming bij een toenadering ook zou worden geactiveerd, hoefden LVMH en de minderheidsaandeelhouders in Gucci niet

191. Kenbaar uit Gerechtshof Amsterdam (OK) 27 mei 1999, *JOR* 1999/121 m.nt. L.L.M. Prinsen (*Gucci IV*), r.o. 2.6.

192. Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 maart 1999, *JOR* 1999/88 (*Gucci II*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 27 april 1999, *JOR* 1999/105 (*Gucci III*).

193. Gerechtshof Amsterdam (OK) 27 mei 1999, *JOR* 1999/121 (*Gucci IV*).

194. *Ibid.*, r.o. 3.18 en 3.25.

195. *Ibid.*, r.o. 3.16.

redelijkerwijs te verwachten – en dus ook niet te dulden – dat Gucci de ESOP-constructie in het leven zou roepen nadat LVMH op het toneel was verschenen. In deze overweging was duidelijk de geest van de ‘board neutrality rule’ van het op dat moment voorliggende ontwerp voor de Dertiende Richtlijn zichtbaar (geen afweermaatregelen na aankondiging openbaar bod anders dan met goedkeuring van de AVA). De Ondernemingskamer ging feitelijk zelfs nog een stap verder: LVMH had ten tijde van het opzetten van de ESOP door Gucci immers nog geen formeel openbaar bod uitgebracht.¹⁹⁶

De Ondernemingskamer kwam tot dit wanbeleid-oordeel zonder dat een onderzoek in de zin van artikel 2:350 BW had plaatsgevonden. De Hoge Raad vernietigde dit oordeel 1,5 jaar later als blijk gevend van een onjuiste rechtsopvatting.¹⁹⁷ De Hoge Raad maakte met dit oordeel duidelijk dat de Ondernemingskamer gehouden was de afzonderlijke stappen van de enquêteprocedure te doorlopen alvorens zij tot het oordeel wanbeleid zou kunnen komen. Hiermee werd benadrukt dat de enquête zelf, dat wil zeggen het onderzoek, de kern van de enquêteprocedure was en bleef en dat het feitelijk toegenomen belang van het instrument van de onmiddellijke voorzieningen en het daarmee verschuivende accent naar de eerste fase van de enquêteprocedure daarin juridisch gezien geen verandering in bracht. Belangrijk is ook nog om te vermelden dat de Ondernemingskamer de verzoeken tot het treffen van bepaalde (onmiddellijke) voorzieningen teneinde de PPR-transactie terug te draaien ondanks haar wanbeleid-oordeel afwees. Ook tegen deze overwegingen zou in cassatie met succes worden geklaagd. Na terugverwijzing besloot de Ondernemingskamer alsnog tot het gelasten van een onderzoek en benoemde zij daartoe ook drie deskundigen.¹⁹⁸ Uiteindelijk zou de zaak vlak voor het uitbrengen van het onderzoeksverslag alsnog tussen Gucci, LVMH en PPR worden geschikt.¹⁹⁹

Een interessant gegeven bij de *Gucci*-zaak is dat de betrokken partijen zich niet alleen door Nederlandse advocaten en adviseurs lieten bijstaan, maar vooral ook door Amerikaanse advocaten en Amerikaanse ‘*investment bankers*’.²⁰⁰ Dit betekende dat typisch Amerikaanse tactieken rond ‘*take-over defense*’ die in de overnamegolf van de jaren ’80²⁰¹ waren ontwikkeld,

196. In deze zin ook M.J.G.C. Raaijmakers in zijn noot bij HR 27 september 2000, *AAe* 2000, 873 (*Gucci*), nr. 6.

197. HR 27 september 2000, *NJ* 2000, 653, *JOR* 2000/217 m.nt. M. Brink (*Gucci*).

198. Gerechtshof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *JOR* 2001/155 m.nt. M. Brink (*Gucci V*).

199. Over deze schikking D.C. Buijs, ‘De Gucci-procedures zijn geschikt. PPR biedt de andere Gucci-aandeelhouders een exit, al is het op termijn’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 21-22.

200. LVMH werd bijgestaan door Davis Polk & Wardwell en Goldman Sachs, Gucci door Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom en Morgan Stanley en PPR door Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. Zie *M&A Journal* 2002.

201. Voor een tijdsbeeld, zie B. Burrough & J. Helyar, *Barbarians at the gate: the fall of RJR Nabisco*, 20th anniversary edition, London: Harper Business 2009 (1e druk 1990).

zoals de ESOP en white knight-transacties, via de band van de strijdende partijen in *Gucci* ook ingang vonden in de Nederlandse rechtspraak. Hoewel het niet mogelijk is om achteraf objectief vast te stellen hoe groot de invloed van Amerikaanse adviseurs op de gang van zaken rond *Gucci* daadwerkelijk is geweest lijkt toch wel aannemelijk dat hun betrokkenheid de inventiviteit van de gekozen tactieken en de grondigheid van de argumenten waarmee deze tactieken over en weer werden bepleit dan wel bestreden toch zeker ten goede moet zijn gekomen. Doordat deze tactieken ook meteen aan de Ondernemingskamer ter toetsing werden voorgelegd kon ook de rechtsontwikkeling via de uitspraken van de Ondernemingskamer met een zelfde snelheid plaatsvinden. In zoverre kan bij *Gucci* van een stroomversnelling in de rechtsontwikkeling worden gesproken.

Met haar beschikkingen in *Gucci* en *Brevast* schiep de Ondernemingskamer in korte tijd een nieuw juridisch kader voor de wijze waarop de gedragingen van bidders en doelwitvennootschappen bij betwiste overnames rond Nederlandse beursvennootschappen moesten worden beoordeeld. Aan de hand van de open norm van artikel 2:8 BW kregen zowel bidder als ook doelwitvennootschap vergaande verplichtingen opgelegd. De verplichtingen die de Ondernemingskamer de overnemende partijen oplegde gingen ook verder dan de normen die voor deze partijen zouden hebben gegolden op grond van de toenmalige Fusiecode.²⁰² De Ondernemingskamer liet hiermee zien dat zij bereid was om de open norm van artikel 2:8 BW van een vooruitstrevende invulling te voorzien. Deze beschikkingen waren ook belangrijk voor de positionering van de Ondernemingskamer zelf: zij werd hiermee, al dan niet ten koste van de kort gedingrechter, dé overnamerechter in Nederland.²⁰³ De beslissing van de Ondernemingskamer in *Gucci I* om de stemrechten op de door de stichting gehouden aandelen in *Gucci* te schorsen kwam neer op een doorbreking van een beschermingsconstructie, zij het dat de Ondernemingskamer daarbij een balans aanbracht door meteen ook de stemrechten op de door LVMH gehouden aandelen te schorsen. Dat de Ondernemingskamer bereid bleek om via

202. Noot M.J.G.C. Raaijmakers bij HR 27 september 2000, *AAe* 2000, 873, (*Gucci*), nr. 7.

203. In deze zin ook Brink in zijn noot bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Brevast*), nr. 8: “*De OK heeft in Gucci I en Brevast de deur voor kennisneming van geschillen over de toepassing van beschermingsconstructies in ieder geval ruim open gezet.*” Een jaar later deed Bartman in reactie op de voordracht van Willems tijdens het Nijmeegs congres aan Willems de suggestie om “*om redenen van werkdruk*” het werkveld van de Ondernemingskamer in het kader van overnamegeschillen op enige wijze af te bakenen. Het antwoord van Willems was veelzeggend: “*Werkdruk is geen relevante factor voor een rechter en dus zeker niet maatgevend bij de vraag wat er moet worden beslist.*” Zie A.F.J.A. Leijten, L. Timmerman & J.H.M. Willems (reds.), *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Van der Heijden-reeks nr. 62, Deventer: Kluwer 2000, p. 145.

onmiddellijke voorzieningen een ‘standstill’ te bewerkstelligen in een internationale overnamestrijd getuigde van een bijzondere rechterlijke doortastendheid.

Deze handelswijze van de Ondernemingskamer stond haaks op de positie die de wetgever oorspronkelijk in dit verband aan de Ondernemingskamer had toebedacht in het kader van het toentertijd voorliggende Wetsvoorstel betwiste overnames, te weten een specifieke rechtsgang ter doorbreking van beschermingsconstructies die eerst na ommekomst van een ‘standstill’ periode van 12 maanden nadat eenieder tenminste 70% van de aandelen zou hebben verkregen. In zoverre doorkruiste de beschikkingen van de Ondernemingskamer inzake *Gucci* de lopende politieke discussies over dit wetsvoorstel.²⁰⁴ Anderzijds liep de Ondernemingskamer, zoals hiervoor aangegeven, in zekere zin ook vooruit op het op dat moment voorliggende ontwerp voor de Dertiende Richtlijn met haar impliciete sanctionering van de ‘board neutrality rule’. Ten aanzien van het onderwerp beschermingsconstructies voer de Ondernemingskamer in vergelijking tot de eerdere discussies over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in Nederland dus een progressieve koers.

Achteraf gezien vormde *Gucci* het startschot voor een reeks van spraakmakende overnamegeschillen rond Nederlandse beursvennootschappen. Goed voorstelbaar is dat aan de opkomst van overnamegeschillen mede een toename in het aantal niet-vriendelijke overnamebiedingen ten grondslag heeft gelegen. Uiteraard kan een dergelijke toename, zo deze er zou zijn geweest, niet rechtstreeks aan de gebeurtenissen rond *Gucci* worden toegeschreven – de beslissing om een overnamepoging op een beursgenoteerde onderneming te doen zal in de regel primair door zakelijke en financiële afwegingen zijn ingegeven en niet zozeer door een bepaald juridisch klimaat – maar *Gucci* zal als ‘test case’ waarschijnlijk wel aan het besef in de markt hebben bijgedragen dat dergelijke niet-vriendelijke biedingen wel degelijk tot een succesvolle afloop konden leiden. Zoals Storm, een van de betrokken advocaten van LVMH, het indertijd verwoordde: “*For centuries, hostile battles have been frowned upon in the Netherlands. But now the climate for takeovers will never be the same.*”²⁰⁵

Naar mijn mening was in het vervolg na *Gucci* sprake van een zekere wisselwerking tussen de Ondernemingskamer en haar beschikkingen enerzijds en de uitvoeringspraktijk anderzijds. De lessen van *Gucci*, inclusief de vanuit de Amerikaanse praktijk overgenomen innovaties en de normen die door

204. Kritisch hierover M.J.G.C. Raaijmakers in zijn noot bij HR 27 september 2000, *AAe* 2000, 873 (*Gucci*), nr. 6: “*Het [de mogelijkheid van de Ondernemingskamer om bij onmiddellijke voorziening in te grijpen in het verloop van een overnamegevecht, FO] toont duidelijk aan dat de ‘stand still’ die het Wetsvoorstel Betwiste Overnames gedurende dat jaar lijkt te bieden, in werkelijkheid slechts schijn is.*”

205. *M&A Journal* 2002, p. 1.

de Ondernemingskamer aan het gedrag van bieder en doelwitvennootschap werden gesteld, werden door de uitvoeringspraktijk meegenomen en toegepast op nieuwe gevallen. Van deze nieuwe gevallen werd vervolgens weer een deel aan de Ondernemingskamer voorgelegd in haar nieuwe rol als kort gedingachtige rechter voor overnamesituaties. De twee meest in het oog springende zaken in navolging van *Gucci* waren de enquêteprocedures inzake *RNA* en *HBG*.

5.4.3 *RNA (2001-2003)*

De casus rond *RNA*²⁰⁶ was in vele opzichten vergelijkbaar met die van *Gucci*. Rodamco North America (RNA), een beursgenoteerd vastgoedfonds, werd in augustus 2001 geconfronteerd met een nieuwe grootaandeelhouder in de vorm van haar Canadese branchegenoot Westfield. Westfield had met één transactie een belang van 23,9% in RNA verworven. Zij verkreeg deze aandelen van het Nederlandse pensioenfonds ABP dat hiervoor een koopprijs per aandeel ontving die een premie van 19% ten opzichte van de toenmalige beurskoers van het aandeel RNA vertegenwoordigde. ABP hield na deze transactie nog een belang van ongeveer 6% in RNA. Voorafgaand aan deze transactie was nog gesproken tussen vertegenwoordigers van RNA en Westfield. Bij deze gelegenheid was door Westfield een alternatief strategisch plan voor RNA gepresenteerd, wat er onder meer in voorzag dat het beheer van het door RNA gehouden vastgoed zou worden uitbesteed aan Westfield en dat de vastgoedportefeuilles van RNA en Westfield samengevoegd zouden worden. ABP steunde de plannen van Westfield. Zij was niet tevreden over de resultaten die RNA met haar bestaande strategie had behaald, onder meer vanwege een grote acquisitie van RNA die de vennootschapsleiding tegen de uitdrukkelijke wil van ABP had doorgezet. ABP was van oordeel dat de alternatieve strategie van Westfield bevorderlijk zou zijn voor RNA en voor de andere aandeelhouders. De vennootschapsleiding van RNA verwierp de plannen van Westfield, waarna ABP overging tot verkoop van een groot deel van haar belang in RNA aan Westfield.

Westfield bracht na deze transactie geen openbaar bod op de resterende aandelen in RNA uit. Wel verzocht zij de vennootschapsleiding van RNA kort na verwerving van haar belang om een BAVA bijeen te roepen waarin besloten zou moeten worden over voorstellen van Westfield tot vervanging van bestuur en RvC van RNA. De RvC van RNA besloot vervolgens tot het opwerpen van een beschermingswal en tot het nemen van aanvullende maatregelen. Besloten werd tot uitgifte van 4,7 miljoen nieuwe aandelen RNA aan een kort

206. Zie voor een beschouwing over de feitelijke toedracht van deze zaak A. Doorman, 'Wie mag hoeden over de belangen van de minderheidsaandeelhouders?', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 428-432.

daarvoor opgerichte Stichting RNA. Hiermee verkreeg de Stichting RNA evenveel aandelen in het kapitaal van RNA als Westfield en ABP gezamenlijk. Aan de Stichting RNA werd daarnaast nog een call-optie toegekend op grond waarvan de Stichting RNA haar belang in RNA verder zou kunnen uitbreiden tot ongeveer 41% van het geplaatste kapitaal. Voorts besloot RNA tot het verstrekken van financiering aan een tweede stichting, de Stichting Belangenbehartiging Beleggers RNA waarin een groep RNA-beleggers zich had verenigd met het doel om mogelijke gerechtelijke procedures tegen Westfield te voeren. Tot slot werden de arbeidsovereenkomsten met de belangrijkste functionarissen binnen RNA herzien. Bij deze herziening werden zogeheten ‘*change of control*’-bepalingen aan de overeenkomsten toegevoegd op grond waarvan deze functionarissen aanspraak zouden kunnen maken op bonussen in geval van ontslag op instigatie van Westfield of in geval van een overname door Westfield. Westfield entameerde hierop een enquêteprocedure. Ook in deze zaak was de snelheid van de Ondernemingskamer opvallend: het verzoek werd op 8 oktober 2001 ingediend, de mondelinge behandeling vond plaats op 11 oktober 2001 en de (eerste) beschikking werd gewezen op 16 oktober 2001.

De beschikkingen van de Ondernemingskamer in de *RNA*-enquêteprocedure²⁰⁷ volgden grotendeels de lijnen die eerder in *Breevast* en *Gucci* waren uitgezet. Vanwege haar open structuur, die een jaar ervoor nog met een statutenwijziging was geformaliseerd, en vanwege het feit dat RNA deze open structuur in haar jaarverslag ook nadrukkelijk had benoemd als een exponent van haar eigen opvattingen over corporate governance²⁰⁸ had RNA de verwachting ten opzichte van de markt gewekt dat een houder van een (substantieel) minderheidspakket een de facto beslissende positie zou kunnen bekleden.²⁰⁹ Het optuigen van de beschermingsconstructie rond de Stichting RNA nadat Westfield al op het toneel was verschenen gaf volgens de Ondernemingskamer blijk van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen.²¹⁰ Ook de overweging uit *Breevast* en *Gucci* over de bredere belangen die Westfield zich als behoorlijke aandeelhouder had moeten aantrekken werd in *RNA* overgenomen.²¹¹

207. De inhoudelijke beschikkingen zijn Gerechtshof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, *JOR* 2001/251 m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA I*), Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 februari 2002, *JOR* 2002/63 (*RNA IV*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*RNA V*). In de tussengelegen tijd wees de Ondernemingskamer nog twee beschikkingen over hoofdzakelijk procedurele zaken. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 15 november 2001, *JOR* 2001/252 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*RNA II*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 13 februari 2002, *ARO* 2002, 33 (*RNA III*).

208. Gerechtshof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, *JOR* 2001/251 m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA I*), r.o. 2.3 en r.o. 3.12.

209. *Ibid.*, r.o. 3.13.

210. *Ibid.*, r.o. 3.16.

211. *Ibid.*, r.o. 3.17.

HOOFDSTUK 5

Door commentatoren is indertijd al opgemerkt dat de Ondernemingskamer hierbij een belangrijke overweging uit *Breevast* en *Gucci* niet herhaalde, namelijk de overweging dat het een doelwitvennootschap vrij stond om een beleid te voeren dat erop was gericht om te voorkomen dat een haar onwelgevallige aandeelhouder een belangrijke mate van zeggenschap zou verkrijgen.²¹² Deze schrijvers vermoedden dat dit te maken had met de nadrukkelijk open structuur van RNA, maar de beschikkingen zelf gaven hierover geen uitsluitel.

De procedure kende na de eerste beschikking van de Ondernemingskamer van 16 oktober 2001 een opmerkelijke wending. Op 14 januari 2002 maakten RNA en Westfield bekend dat zij een overeenkomst hadden gesloten op grond waarvan Westfield samen met twee andere vastgoedinvesteringsmaatschappijen de activa van RNA zouden verkrijgen tegen betaling van een koopprijs die daarna bij wijze van dividenduitkering aan de aandeelhouders van RNA toe zou komen. RNA schreef daarop een aandeelhoudersvergadering uit tegen 26 februari 2002 om de overeenkomst met Westfield in stemming te brengen. De Stichting RNA hield op dat moment nog het pakket aandelen dat RNA aan haar had uitgegeven bij wijze van bescherming tegen de avances van Westfield. De VEB vroeg de Stichting RNA daarop te bevestigen dat de stichting zich in de door RNA uitgeschreven BAVA zou onthouden van stemming ten aanzien van de voorgestelde transactie met Westfield. De Stichting RNA reageerde in eerste instantie met de mededeling dat zij die toezegging niet kon doen. Op een later moment heeft de Stichting RNA alsnog bij persbericht bekend gemaakt dat zij zich in de BAVA van stemming zou onthouden, maar op dat moment was de aanmeldingstermijn voor aandeelhouders voor de betreffende BAVA reeds verlopen.²¹³

Nadat medio februari 2002 het onderzoeksverslag van de onderzoekers werd gedeponereerd pakte de VEB direct door. Op 21 februari 2002, enkele dagen voor de BAVA diende de VEB een tweede fase enquêteverzoek in tot vaststelling van wanbeleid bij RNA. Daarbij verzocht zij tevens om nadere onmiddellijke voorzieningen met het oog op de BAVA. Hiermee 'kaapte' de VEB als het ware de status van verzoekster van Westfield. Bij het oorspronkelijke enquêteverzoek van Westfield was de VEB enkel belanghebbende, zij had zich zelf in die hoedanigheid in de procedure gemengd. RNA probeerde nog om de VEB met een beroep op niet-ontvankelijkheid de pas af te snijden, maar de

212. In deze zin de noot van G.N.H. Kemperink 'Eindbeschikking in Rodamco NA/Westfield' bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 maart 2002 (*RNA V*), *Ondernemingsrecht* 2002, p. 216 en C. de Groot, 'Corporate governance in het enquêterecht', *O&F* 2001, p. 106-114, in het bijzonder p. 107-108.

213. Kenbaar uit Gerechtshof Amsterdam 22 februari 2002, *JOR* 2002/63 (*RNA IV*), r.o. 2.1-2.6.

Ondernemingskamer achtte voor het verdere verloop van de procedure voorshands voldoende aangetoond dat de VEB ook zelf voldeed aan het vereiste kapitaalbelang om een tweede fase enquêteverzoek te kunnen doen.²¹⁴

De mondelinge behandeling op de verzoeken van de VEB om nadere onmiddellijke voorzieningen vond meteen een dag later plaats en de Ondernemingskamer deed ter zitting nog uitspraak. Vooruitlopend op het nog in de tweede fase van de procedure te voeren partijdebat oordeelde de Ondernemingskamer dat op basis van het onderzoeksverslag voorshands kon worden aangenomen dat het opzetten en activeren van de beschermingsconstructie rond de Stichting RNA als wanbeleid van RNA kon worden aangemerkt.²¹⁵ Op basis van dit voorlopig oordeel, in combinatie met de constatering dat de Stichting RNA in het leven was geroepen ter bescherming van RNA tegen Westfield terwijl Westfield en RNA inmiddels een schikking hadden bereikt, bepaalde de Ondernemingskamer dat de stemrechten op de door de Stichting RNA gehouden aandelen bij wijze van onmiddellijke voorziening voor de duur van het geding werden geschorst. Hierbij speelde ook een rol dat de Stichting RNA zelf al te kennen had gegeven dat zij alsnog geen gebruik van haar stemrechten zou maken en dat RNA zelf het standpunt had ingenomen dat ook de andere aandeelhouders dan Westfield en Stichting RNA mee zouden moeten mogen beslissen over het voortbestaan van RNA.²¹⁶ Tegelijkertijd verbood de Ondernemingskamer bij wijze van onmiddellijke voorziening de BAVA van 26 februari 2002 om besluiten te nemen over de voorgenoemde transactie tussen RNA en Westfield. Volgens de Ondernemingskamer had de aanvankelijke weigering van de Stichting RNA om zich te committeren aan het onthouden van stemming ertoe geleid dat aandeelhouders zich mogelijk niet voor de BAVA hadden aangemeld in de veronderstelling dat hun deelname aan de vergadering vanwege de stemverhoudingen zinloos zou zijn.²¹⁷ RNA zou dus een nieuwe BAVA moeten uitschrijven om beraadslaging en besluitvorming door haar aandeelhouders over de voorgenoemde transactie met Westfield te bewerkstelligen.

Nadat op de hierboven beschreven verzoeken om onmiddellijke voorzieningen was beslist ging het debat in de procedure verder over het verzoek van de VEB tot vaststelling van wanbeleid bij RNA. Ook hier verliep de procedure bijzonder snel. Het verzoek was zoals hierboven beschreven ingediend op 21 februari 2002, de mondelinge behandeling vond plaats op 18 maart 2002

214. Ibid, r.o. 3.2-3.4.

215. Ibid, r.o. 3.7 en 3.11.

216. Ibid, r.o. 3.7.

217. Ibid, r.o. 3.8-3.11.

en de Ondernemingskamer wees op 22 maart 2002, vier dagen na de mondelinge behandeling, haar beschikking. Het uiteindelijke oordeel van de Ondernemingskamer in haar eindbeschikking viel hard uit voor RNA. Het oprichten van de Stichting RNA, het uitgeven van de aandelen aan deze stichting en het verlenen van de call-optie aan de Stichting om nog meer aandelen te kunnen nemen werd in strijd geacht met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. De reden hiervoor was dat RNA met deze beschermingswal niet had beoogd om een tijdelijke status quo te creëren met het oog op verder overleg met Westfield, maar dat zij in plaats daarvan zou hebben beoogd om Westfield met deze maatregelen definitief buiten spel te zetten.²¹⁸ Voorts zou RNA zich onvoldoende hebben ingespannen om constructief met Westfield te overleggen en zou het ook aan de overige aandeelhouders de mogelijkheid hebben onthouden om in voldoende detail kennis te nemen van de plannen van Westfield.²¹⁹ Ook de andere maatregelen, namelijk het financieren van de stichting van ontevreden RNA-beleggers en de aanpassing van de arbeidscontracten, werden als onaanvaardbaar beoordeeld.²²⁰ Op al deze punten was volgens de Ondernemingskamer sprake van wanbeleid.

De eindbeschikking van de Ondernemingskamer zou een jaar later in cassatie op twee punten worden vernietigd.²²¹ Het wanbeleidsoordeel van de Ondernemingskamer met betrekking tot de beschermingswal via de Stichting RNA werd door de Hoge Raad op basis van motiveringsklachten vernietigd omdat de Ondernemingskamer ten onrechte tot het oordeel was gekomen dat de beschermingswal bedoeld was om Westfield definitief buiten de deur te houden²²² en dat RNA zich onvoldoende zou hebben ingespannen voor het overleg met Westfield.²²³ Het wanbeleidsoordeel met betrekking tot de steunfinanciering aan de beleggersstichting werd eveneens vernietigd. De Hoge Raad oordeelde hierover dat het RNA vrij stond om steun voor haar standpunten bij andere aandeelhouders te werven en dat de vennootschapsleiding van RNA geen invloed had op de activiteiten van het (onafhankelijke) stichtingsbestuur.²²⁴

218. Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*RNA V*), r.o. 3.7 en 3.9.

219. *Ibid.*, r.o. 3.10.

220. *Ibid.*, r.o. 3.13-3.42.

221. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110 m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*). Zie ook de noot van M.W. Josephus Jitta, 'Criterium voor de geoorlooftheid van beschermingsmaatregel', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 348-351.

222. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. (*RNA*), r.o. 3.9.

223. *Ibid.*, r.o. 3.10.

224. *Ibid.*, r.o. 3.12-3.18. Maeijer verbond aan deze overwegingen in zijn noot de conclusie dat hier ook uit zou volgen dat het doen van een donatie aan een Stichting Continuïteit voor door de stichting gemaakte of te maken kosten "volkomen geoorloofd" was (noot Maeijer, nr. 3).

Het door de Ondernemingskamer aangelegde toetsingskader ten aanzien van de door RNA getroffen maatregelen werd door de Hoge Raad grotendeels in stand gelaten – en daarmee bekrachtigd. De beschikking van de Hoge Raad zou in de latere literatuur worden aangemerkt als de hoeksteen van het juridisch kader rond beschermingsmaatregelen.²²⁵ Met deze beschikking heeft de Hoge Raad ook het uitgangspunt gesanctioneerd dat de vennootschapsleiding een zekere ruimte heeft om haar eigen strategie en beleid te beschermen, een uitgangspunt dat nog altijd wordt erkend.²²⁶ Dit uitgangspunt gold volgens de Hoge Raad ook voor RNA, een vennootschap die als beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk) een naar haar aard primair op de belangen van aandeelhouders georiënteerde onderneming dreef en die bovendien zelf had gekozen voor een ‘open structuur’.²²⁷ In het verlengde van het door de Hoge Raad geformuleerd wettelijk kader lag ook het uitgangspunt dat onder omstandigheden het bestuur vanuit zijn wettelijke taakopdracht gehouden kan zijn om zich juist niet enkel passief op te stellen.²²⁸ Tegelijkertijd was de

225. In deze zin Van Ginneken 2010, p. 409-470.

226. L. Timmerman, ‘Verbindend vennootschapsrecht; variatie op een thema’, in B.F. Assink et al (reds.), *Verbindend Recht*, liber amicorum K.F. Haak, Deventer: Kluwer 2012, p. 511-524, in het bijzonder p. 515: ‘*In de RNA-beschikking uit 2003 had de Hoge Raad overigens al duidelijk laten merken van de bestuurdersvisie op de beursvennootschap gecharmeerd te zijn. In die beschikking heeft de Hoge Raad aan het bestuur veel ruimte gegeven om beschermingsmaatregelen te treffen. Het bestuur mag een beschermingsmaatregel inzetten, als de continuïteit van het beleid van de vennootschap (m.i. in het bijzonder de uitgezette strategie) wordt bedreigd. Het bestuur mag dus in beginsel het eigen beleid beschermen. Dat beleid moet uiteraard wel zorgvuldig uitgedacht zijn: geen bescherming van losse flodders dus. Dit is een bestuurdersvriendelijke benadering.*’ Zie ook Van Ginneken 2010, p. 422: “*Het bepalen van de strategie is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur; onder toezicht van de rvc (indien aanwezig). Dit is in een groot aantal uitspraken van zowel de Ondernemingskamer als de Hoge Raad bevestigd. De bevoegdheid van het bestuur is echter nog ruimer. Het bestuur mag het beleid ook beschermen door het nemen van beschermingsmaatregelen.*” Zie voorts in gelijke zin B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, 9e druk (Deel 1), Deventer: Kluwer 2013, §76, p. 1375-1376.

227. HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 m.nt. (RNA), r.o. 3.7. In deze zin ook M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Gedragsnormen voor overnamegevechten’, *SV&V* 2004, p. 219: “*Zelfs RNA, die als beleggingsinstelling tot duidelijk een ‘shareholder oriented’ onderneming was met een ‘open structuur’ mocht zich bedreigd voelen en zich tegen Westfield verweren met een beschermingsemisatie aan de daartoe in het leven geroepen Stichting SRNA.*”

228. Vgl. de volgende observatie van Van Olffen in de context van de vraag of een beursvennootschap voor vrijwillige toepassing van artikel 2:359b BW of onderdelen daarvan zou moeten kiezen: “*Algemeen zal het echter mijn inziens geen aanbeveling verdienen als vennootschap voor het treffen van beschermingsmaatregelen geheel afhankelijk te zijn van de goedkeuring van de AvA. In ons wettelijk systeem hebben het bestuur en de raad van commissarissen tot taak ook rekening te houden met de belangen van andere stakeholders dan aandeelhouders. Onder omstandigheden kunnen zij in het belang van andere stakeholders gedwongen zijn niet passief te blijven. De invulling van die taak kan ernstig worden belemmerd, zo niet geheel onmogelijk worden gemaakt wanneer de vennootschap geen enkele vorm van bescherming zou hebben en overigens ook nog art. 2:359b BW*

beschikking van de Hoge Raad inzake *RNA* ook een kind van zijn tijd. Dit geldt in het bijzonder voor de overweging van de Hoge Raad dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsconstructie in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn.²²⁹ Ter onderbouwing van deze overweging verwees de Hoge Raad naar de conclusie van A-G Wesseling – van Gent, die op haar beurt weer verwees naar overwegingen van de Commissie Peters over onderwerpen waarop aandeelhouders naar het oordeel van de Commissie Peters invloed zouden moeten hebben.²³⁰ Ook liep de beschikking in zekere zin vooruit op de op dat moment voorliggende versie van de Overnamerichtlijn, in het bijzonder voor wat betreft de doorbraakregel uit artikel 11 van de conceptrichtlijn, die er uiteindelijk echter niet is gekomen (zie §5.3 hiervoor).²³¹ In latere literatuur is dan ook betoogd dat de overweging van de Hoge Raad met betrekking tot de tijdelijkheid van beschermingsmaatregelen geen absoluut vereiste behelst.²³² Ook is wel verdedigd dat de doelbeperking ten aanzien van de beschermingsmaatregelen die uit de overwegingen van

ongeleusuleerd zou toepassen.” Zie M. van Olffen, ‘De statutair (on)beschermd venootschap en art. 2:359b BW’, in M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (reds.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie O&R nr. 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 599-618 op p. 618.

229. HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (*RNA*), r.o. 3.7.

230. Conclusie A-G Wesseling – van Gent bij HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (*RNA*), par. 2.3.1 (verwijzend naar Commissie Peters 1997, p. 25).

231. In deze zin G.T.M.J. Raaijmakers, ‘De tijdelijkheid van beschermingsmaatregelen’, in P.H.J. Essers et al (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 361-369, in het bijzonder p. 364-365.

232. Zie H.J. de Kluiver, ‘De revival van beschermingsmaatregelen’ in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Van der Heijden-reeks nr. 99, Deventer: Kluwer 2009, p. 227-237, in het bijzonder p. 233: “*Als de voornemens van eenieder wezenlijk schadelijk zijn voor de rechtens te verdedigen belangen van nauw betrokkenen (zoals hiervoor betoogd), zie ik niet in waarom de bescherming daartegen na verloop van tijd niet meer gerechtvaardigd zou zijn.*” In vergelijkbare zin M.W. Josephus Jitte & B.R. van der Klip, ‘De rol van het bestuur en de raad van commissarissen bij een openbaar bod’ in M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (reds.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie O&R nr. 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 299-340 op p. 315 (“*Door de kwalificatie ‘in het algemeen’ en het feit dat de Hoge Raad in zijn overwegingen de noodzaak tot bescherming van het belang van de vennootschap voorop stelt lijkt hij ruimte te laten voor uitzonderingssituaties waarin de maatregelen langer gehandhaafd kunnen worden; wellicht zelfs zo lang als noodzakelijk is om de dreiging te laten verdwijnen.*”) en Buijn/Storm 2013, p. 696 (“*Er zijn omstandigheden denkbaar (bijvoorbeeld in een geval van een kille asset stripping) dat het handhaven van de beschermingsmaatregelen voor onbepaalde tijd wel aanvaardbaar is.*”). Zie voorts Van Ginneken 2010, p. 437-438. Anders J.D. Kleyn, ‘Weg met structurele beschermingsmaatregelen’ in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Van der Heijden-reeks nr. 99, Deventer: Kluwer 2009, p. 215-226.

de Hoge Raad lijkt voort te vloeien, namelijk het handhaven van de status quo met het oog op het voeren van nader overleg, geen zelfstandig criterium binnen het door de Hoge Raad aangelegd toetsingskader vormt, maar enkel een casus-specifieke overweging ten aanzien van de feiten en omstandigheden rond RNA was.²³³ Ondanks deze kanttekeningen, of juiste mede daardoor, is het door de Hoge Raad in zijn *RNA*-beschikking geformuleerde toetsingskader voor het gebruik van beschermingsmaatregelen van blijvende waarde gebleken.

Het oordeel van de Hoge Raad strekte er toe dat de Ondernemingskamer weliswaar het juiste toetsingskader had aangelegd, maar dat zij onvoldoende terughoudend was geweest bij het treffen van oordelen aan de hand van dit toetsingskader. Dit betekent echter niet dat de beschikkingen van de Ondernemingskamer in *RNA* geen belangrijke ontwikkeling markeerden. De Ondernemingskamer toonde zich in *RNA* andermaal zeer kritisch over de vanuit een doelwitvennootschap ingezette beschermingsmaatregelen, zowel wat betreft de wijze waarop deze maatregelen werden ingezet als ook wat betreft de gevolgen ervan voor de bieder/substantiële minderheidsaandeelhouder tegen wie de maatregelen waren gericht en de gevolgen voor de overige aandeelhouders. Het was juist deze doortastende houding van de Ondernemingskamer geweest die annotator Kemperink bij de eindbeschikking in *RNA* had doen verzuchten dat de Ondernemingskamer waarschijnlijk alle toepassingen van ‘*poison pills*’ door doelwitvennootschappen om daarmee een overname te verijdelen als wanbeleid zou kwalificeren.²³⁴ De opstelling van de Ondernemingskamer in *RNA* wierp dus als het ware een schaduw vooruit op de uitvoeringspraktijk.

5.4.4 HBG (2001-2003)

De casus die aanleiding gaf tot de enquêteprocedure inzake *HBG*²³⁵ zag ook op een overnamestrijd, namelijk een reeks ontwikkelingen die in de media ook

233. Van Ginneken 2010, p. 437: “*Het is kortom niet per se nodig dat beschermingsmaatregelen alleen worden gebruikt ter handhaving van de status quo teneinde overleg mogelijk te maken. Dit is geen onmisbaar onderdeel van de RNA-norm.*”

234. Kemperink 2002a, p. 219.

235. Gerechtshof Amsterdam (OK) 4 juli 2001, *JOR* 2001/149 m.nt. M. Brink (*HBG I*), Gerechtshof Amsterdam (OK) 19 september 2001, *NJ* 2001, 589, *JOR* 2001/224 m.nt. M. Brink (*HBG II*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 m.nt. M. Brink (*HBG III*). De beschikkingen werden door Bartman besproken in achtereenvolgens S.M. Bartman, ‘Ondernemingskamer toetst HBG beleid aan beginselen corporate governance’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 343-345, S.M. Bartman, ‘Nader onderzoek in HBG-enquête’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 433-436 en S.M. Bartman, ‘Eindbeschikking in de baggeroorlog: corporate governance en een ‘Engelse notting’?’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 61-64. De eindbeschikking van 21 januari 2002 werd voorts besproken door Raaijmakers in M.J.G.C. Raaijmakers, ‘HBG: de ‘Baggeroorlog’, *Ae* 2002, p. 433-441. Zie verder L. Timmerman, ‘Bescherming en de HBG-beschikking’, *Ondernemingsrecht*

wel werd aangeduid als de ‘baggeroorlog’. Middelpunt van deze ontwikkelingen was het beursgenoteerde Hollandse Beton Groep N.V. (HBG). HBG was een concern dat onder andere een bouwonderneming en een baggeronderneming exploiteerde. De baggeractiviteiten vormden een aparte divisie die in een aparte dochtervennootschap (HAM) was ondergebracht. In de zomer van 2000 maakten HBG en Kon. Boskalis Westminster N.V., een beursgenoteerde onderneming die op dat moment nog primair een baggerbedrijf exploiteerde, bekend dat zij in gesprek waren over een fusie tussen de twee bedrijven. Twee maanden later maakten HBG en Boskalis bekend dat de besprekingen zonder resultaat waren beëindigd, onder meer vanwege een verschil van inzicht over de toekomst van de bouwdivisie van HBG. Weer enkele maanden later maakte HBG bekend dat zij was overgegaan tot een ingrijpende wijziging in haar concernstrategie. Boskalis heeft hierop in het voorjaar van 2001 een aantal niet-publieke biedingen bij de vennootschapsleiding van HBG gedaan om de baggeractiviteiten van HBG over te nemen. HBG is niet op deze biedingen ingegaan, waarna Boskalis bij persbericht van 7 mei 2001 publiekelijk bekend maakte dat zij een bod van NLG 1,25 miljard in cash had gedaan op de baggeractiviteiten van HBG. Hiermee maakte Boskalis haar avances richting HBG tot een publieke overnamestrijd.

Omdat het bod van Boskalis zag op een dochtermaatschappij van HBG en niet op HBG zelf zou de beslissing over het al dan niet aan Boskalis verkopen van HAM genomen moeten worden op het niveau van de vennootschapsleiding van HBG. Met de publicatie van haar bod op de baggeractiviteiten mobiliseerde Boskalis in feite de aandeelhouders van HBG. De prestaties van HBG stonden op dat moment al enige tijd onder druk en er bleek onder haar aandeelhouders veel interesse te zijn voor het bod van Boskalis. Tijdens de AVA van HBG op 24 mei 2001 kwam vanuit de aandeelhouders dan ook de vraag of de vennootschapsleiding van HBG de beslissing over het bod van Boskalis zou voorleggen aan de aandeelhouders. De president-commissaris die de vergadering voorzat gaf hierop een voorshands afwijzend, maar wel voor meerdere interpretaties vatbaar antwoord.²³⁶ Voorts werd tijdens deze vergadering uitvoerig met de aandeelhouders gesproken over het bod van Boskalis en de initiële reactie op het bod vanuit HBG.

2002, p. 375-376 en M.P. Nieuwe Weme, ‘Het recht van instemming en consultatie van de ava; lessen uit HBG’, *JORplus* 2002, p. 9-15. Er is daarnaast nog een niet-gepubliceerde tussenbeschikking van op of omstreeks 7 november 2001 geweest waarin de Ondernemingskamer de bij haar eerste beschikking getroffen onmiddellijke voorziening heeft beëindigd.

236. De exacte inhoud van dit antwoord kon ten tijde van de mondelinge behandeling van het enquêteverzoek nog niet worden vastgesteld aangezien er nog geen geautoriseerd verslag van de AVA beschikbaar was en HBG ook niet de gemaakte bandopnamen aan verzoeksters had willen afgeven. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 4 juli 2001, *JOR* 2001/149 (*HBG I*), r.o. 2.11-2.12 voor een weergave van de tekst waarop de Ondernemingskamer zich uiteindelijk heeft gebaseerd.

Daarna volgden de ontwikkelingen elkaar in een hoog tempo op. Op 31 mei 2001 maakte HBG bekend dat zij niet zou ingaan op het bod van Boskalis, maar dat zij in plaats daarvan het aangaan zou verkennen van een joint venture met een ander bouwbedrijf, Ballast Nedam, waarin HBG's baggeractiviteiten ondergebracht zouden worden. HBG schreef voorts een BAVA uit voor 26 juni 2001 waarbij de voorgenomen samenwerking met Ballast Nedam als punt ter bespreking was geagendeerd. Kort voor deze BAVA ontving HBG nog een bod van Heijmans op de bouwactiviteiten van HBG, welk bod werd gedaan onder de opschortende voorwaarde dat eerst de verkoop van de baggeractiviteiten aan Boskalis alsnog doorgang zou vinden. Tijdens de BAVA van 26 juni 2001 is de voorgenomen samenwerking met Ballast Nedam besproken, onder meer aan de hand van een presentatie waarin ook een vergelijking met het bod van Boskalis was opgenomen. De aandeelhouders van HBG toonden zich tijdens deze BAVA zeer kritisch. Een groep aandeelhouders stuurde aan op een informele stemming in de BAVA om bij wijze van motie het standpunt van de AVA op de vennootschapsleiding over te kunnen brengen, maar een dergelijke stemming werd niet toegestaan. Uiteindelijk zou HBG diezelfde dag nog de samenwerking met Ballast Nedam bezegelen door het aangaan van overeenkomsten tot inbreng en samenwerking. De dag na de AVA werd een enquêteverzoek ingediend.

De groep van partijen namens wie een gezamenlijk enquêteverzoek werd ingediend kende een opvallende samenstelling. De primaire verzoekster was de Vereniging van Effectenbezitters (VEB). Het was niet voor het eerst dat de VEB als verzoekende partij in een enquêteprocedure optrad,²³⁷ maar deze eerdere procedures hadden doorgaans geen betrekking gehad op zaken zoals betwiste overnames.²³⁸ Rond de eeuwwisseling had de VEB zich echter een

237. Zie bijvoorbeeld Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 december 1983, *NJ* 1985, 383 m.nt. J.M.M. Maeijer (*OGEM*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 6 januari 1994, *NJ* 1995, 119 (*Text Lite*). In laatstgenoemde zaak was de VEB formeel niet zelf verzoekende partij, maar had zij een volmacht verstrekt aan de 'Vereniging tot behartiging van de belangen van aandeelhouders in Text Lite Holding N.V.'.

238. Een uitzondering in zekere zin is Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 januari 1993, *NJ* 1993, 460 (*Zinkwit*). In deze procedure ageerde de VEB tegen Zinkwit onder meer op de grond dat de financiële toestand van Zinkwit onjuist zou zijn voorgesteld in het kader van een openbaar bod dat de grootaandeelhouder van Zinkwit op de resterende aandelen had uitgebracht. De enquêteprocedure zag evenwel niet op het openbaar bod zelf, dat bod was drie jaar voor de indiening van het enquêteverzoek al afgerond. Wel volgt uit de beschikking dat de VEB de voorgenomen overname indertijd bij de bezwaarcommissie van de SER heeft aangevochten vanwege beweerdelijke schendingen van de SER Fusiecode. Men bedenke hierbij dat het enquêterecht in deze periode nog niet de mogelijkheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen kende en het dus niet mogelijk was om via het enquêterecht een rechterlijk ingrijpen in een lopend overnametraject te bewerkstelligen.

actievere rol aangemeten in overnameperikelen rond beursvennootschappen. Zij had zich in 1999 in de procedure rond *Gucci* al gemengd als belanghebbende partij en zou dat later bij *RNA* ook doen. Bij *HBG* trok de VEB zelf de kar. Zij trok daarbij op met een groep aandeelhouders van *HBG*. Onder deze groep bevonden zich ook Nederlandse institutionele beleggers zoals het Kempen Orange Fund,²³⁹ Friesland Bank Participaties en het DSM Pensioenfonds. Hiermee was sprake van een wat ongebruikelijke, maar wel daadkrachtige coalitie van aandeelhouders. Aan de andere kant voegde Ballast Nedam zich aan de zijde van *HBG* als belanghebbende in de procedure. Boskalis en Heijmans hielden zich afzijdig.

De Ondernemingskamer oordeelde in haar eerste beschikking van 4 juli 2001 zeer kritisch over de vennootschapsleiding van *HBG*. Weliswaar stelde de Ondernemingskamer voorop dat de beslissing om *HAM* al dan niet te verkopen binnen de grenzen van de bevoegdheden van de vennootschapsleiding viel en dus strikt genomen niet ter goedkeuring aan de *AVA* voorgelegd hoefde te worden, maar de Ondernemingskamer kwam toch tot het oordeel dat de vennootschapsleiding van *HBG* tekortgeschoten was in haar “*verplichting de algemene vergadering van aandeelhouders naar behoren te betrekken in de besluitvorming en deze inzicht te geven in de daaraan ten grondslag gelegde beweegredenen, zowel voor zover het betreft de voorkeur van de door verzoekers bestreden joint venture/samenwerking met Ballast Nedam aan te gaan als voor zover het betreft het – mede als resultante van de geprefereerde samenwerking – niet willen ingaan op het bod van Boskalis en – later – de uitnodiging van Heijmans een bod van deze te bespreken.*”²⁴⁰ In het bijzonder kreeg de vennootschapsleiding van *HBG* het verwijt van de Ondernemingskamer dat zij niet had voldaan aan de kennelijk tijdens de *AVA* van 23 mei 2001 bij de aandeelhouders gewekte verwachtingen over hun betrokkenheid bij het proces.²⁴¹ Daarnaast kraakte de Ondernemingskamer ook op inhoudelijke gronden de besluitvorming binnen *HBG*. Zo had *HBG* niet zonder meer het bod van Boskalis mogen afwijzen op de grond dat aanvaarding ervan het einde van de zelfstandigheid van *HBG* zou betekenen²⁴² en zaten er volgens de Ondernemingskamer onjuistheden in de financiële analyse die *HBG* van de verschillende biedingen had gemaakt.²⁴³

239. Opmerkelijk is dat volgens het jaarverslag van het fonds over boekjaar 2001 het belang in *HBG* ultimo 2001 is verkocht “*nadat een periode van intensieve onderhandeling met het bestuur van HBG niet tot het gewenste resultaat leidde.*” (jaarverslag Orange Fund N.V. d.d. 7 februari 2002, p. 16). Orange Fund zou echter wel als verzoekende partij in de procedure genoemd blijven in de latere beschikkingen.

240. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 4 juli 2001, *JOR* 2001/149 (*HBG I*), r.o. 3.6.

241. *Ibid.*, r.o. 3.7-3.8.

242. *Ibid.*, r.o. 3.13.

243. *Ibid.*, r.o. 3.18.

De conclusie van de Ondernemingskamer was ongemeen hard: *“De conclusie uit het vorenoverwogene is dat de kwaliteit van de besluitvorming van HBG niet als verantwoord kan worden beoordeeld alsmede dat die besluitvorming, minstgenomen voor een gedeelte, lijkt te hebben plaatsgevonden op basis van irrationele argumenten. Hoewel dat op zichzelf niet doorslaggevend is te achten valt in dit verband niet buiten beschouwing te laten dat, naar verzoekers voldoende aannemelijk hebben gemaakt, een niet onbelangrijke meerderheid van de aandeelhouders van HBG haar beleid op niet mis te verstane wijze afwijst. Ook daarin is grond gelegen voor de vaststelling dat de besluitvorming in verbinding met de daarvoor gegeven redenen onaanvaardbaar is te achten, ook al – de Ondernemingskamer wijst daar nog eens uitdrukkelijk op – is de uiteindelijke beslissing omtrent aangelegenheden als in deze zaak aan de orde niet aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Aan de orde is echter wel dat naar de normen die gelden vanwege opvattingen omtrent wat pleegt te worden aangeduid met corporate governance aandeelhouders, mede in aanmerking genomen hun als zodanig te respecteren belangen, aanspraak kunnen maken op een kenbare en toetsbare weging van alle in aanmerking te nemen belangen, deze mede gezien de voorhanden alternatieven van beleid. Verzoekers hebben voldoende aannemelijk gemaakt dat de motivering van het door HBG voorgestane beleid, die heeft geresulteerd in de keuze voor een samenwerking met Ballast Nedam, tekort is geschoten.”*²⁴⁴

Op grond van de hierboven beschreven overwegingen besloot de Ondernemingskamer tot het gelasten van een onderzoek en tot het bij onmiddellijke voorziening vooralsnog verbieden van de voorgenomen transacties tussen HBG en Ballast Nedam. De onderzoekers Peters en Moerland, beide gewezen leden van de Commissie Peters, brachten reeds op 3 augustus 2001 hun onderzoeksverslag uit. In hun verslag concludeerden Peters en Moerland dat HBG weliswaar tekort was geschoten in de communicatie richting haar aandeelhouders, maar dat de handelswijze van HBG als zodanig in redelijkheid aanvaardbaar was. Op 4 september 2001 vond de volgende BAVA van HBG plaats. Ter vergadering bleek nog altijd een substantiële minderheid van de HBG-aandeelhouders (ongeveer 29% van het geplaatst kapitaal)²⁴⁵ bezwaren te hebben tegen het beleid van HBG. Kort erop werden de volgende verzoekschriften ingediend. HBG verzocht opheffing van de onmiddellijke voorziening die haar belette om de transacties met Ballast Nedam uit te voeren, de VEB verzocht primair om een vaststelling dat sprake was geweest van wanbeleid bij HBG en subsidiair om het gelasten van een nader onderzoek vanwege beweerdelijke

244. Ibid, r.o. 3.21.

245. Dit percentage wordt niet in de beschikkingen van de Ondernemingskamer genoemd, maar is becijferd in Raaijmakers Th. 2002, nr. e.

gebreken en onvolkomenheden in het onderzoek van Peters en Moerland. De Ondernemingskamer wees bij beschikking van 19 september 2001 dit laatste verzoek toe. Zij oordeelde dat haar nog onvoldoende feiten ter beschikking stonden om een definitief oordeel te kunnen vellen over de inhoud van het beleid van HBG en de voorgenomen transacties in het kader van de beoordeling of al dan niet sprake was geweest van wanbeleid.²⁴⁶ Brink en Bartman wezen er in hun annotaties op dat Peters en Moerland hun opdracht nadrukkelijk zo hadden opgevat dat zij het beleid van HBG marginaal zouden toetsen.²⁴⁷ De Ondernemingskamer nam geen genoegen met deze benadering en gelastte een nader onderzoek waarin de onderzoekers ook aan de hand van specifieke vragen het beleid van HBG inhoudelijk zouden moeten beoordelen. Het bij onmiddellijke voorziening getroffen verbod om uitvoering te geven aan de transacties met Ballast Nedam werd vooralsnog gehandhaafd.²⁴⁸

Begin november 2001 bracht de nieuwe groep onderzoekers verslag uit. Ook de bevindingen van dit meer diepgravend onderzoek waren voor HBG overwegend positief. Ook dit keer kwamen de onderzoekers tot de slotsom dat HBG tactischer en bereidwilliger had moeten opereren naar haar aandeelhouders toe, maar de door HBG gemaakte keuzes konden de toets van de onderzoekers uit financieel- en strategisch oogpunt doorstaan. In vervolg op de aanvullende mondelinge behandeling over de tweede-fase verzoeken van HBG en de VEB besloot de Ondernemingskamer alsnog tot opheffing van de getroffen onmiddellijke voorziening.²⁴⁹ De eindbeschikking die de Ondernemingskamer op 21 januari 2002 wees²⁵⁰ was ten opzichte van de eerste beschikking van 4 juli 2001 een stuk milder voor HBG. De Ondernemingskamer schaarde zich – na een uitvoerige en kritische toetsing – grotendeels achter de bevindingen van de onderzoekers en concludeerde dat ten aanzien van het beleid van HBG geen sprake was geweest van wanbeleid. Op één cruciaal punt handhaafde de

246. Gerechtshof Amsterdam (OK) 19 september 2001, *JOR* 2001/224 (*HBG II*), r.o. 4.5.

247. Noot M. Brink bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 19 september 2001, *JOR* 2001/224 (*HBG II*), nr. 4 en Bartman 2001b, p. 435 met citaat uit het onderzoeksverslag van Peters en Moerland: “*Wij stellen voorop dat het niet aan de onderzoekers is zich een inhoudelijk oordeel te vormen over de ondernemingsstrategie en de strategische beleidskeuzes. De ondernemingsleiding heeft in dat opzicht beleidsvrijheid. Dit komt in het Nederlandse vennootschapsrecht tot uitdrukking doordat de rechter besluiten van de ondernemingsleiding slechts marginaal toetst. Wij hebben ons vooral gericht op de wijze waarop besluiten van de ondernemingsleiding tot stand zijn gekomen.*”

248. Bartman noemt in zijn noot nog de reactie van HBG-bestuursvoorzitter Reigersman die zich hardop zou hebben afgevraagd hoe dit in een rechtstaat kon gebeuren. Zie Bartman 2001b, p. 435 noot 9 (verwijzend naar een artikel in *NRC Handelsblad* van 20 september 2001).

249. Kenbaar uit Raaijmakers Th. 2002, nr. e.

250. Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG III*).

Ondernemingskamer evenwel haar voorlopige oordeel uit de eerste beschikking van 4 juli 2001: HBG had haar aandeelhouders naar het oordeel van de Ondernemingskamer onvoldoende betrokken bij de voorgenomen afwijzing van het bod van Boskalis en de voorgenomen transacties met Ballast Nedam. Op dit punt was volgens de Ondernemingskamer wel sprake geweest van wanbeleid.

Het oordeel van de Ondernemingskamer over de betrokkenheid van de aandeelhouders bij de besluitvorming was op een opmerkelijke wijze samengesteld. De Ondernemingskamer herhaalde haar eerdere oordeel dat de bevoegdheid om te besluiten over de voorgenomen transacties berustte bij de vennootschapsleiding van HBG. Zij overwoog voorts dat de vennootschapsleiding van HBG niet gehouden was om naar ‘instructies’ van aandeelhouders om het bod van Boskalis te aanvaarden te handelen.²⁵¹ Wel oordeelde de Ondernemingskamer dat HBG haar aandeelhouders onvoldoende had betrokken in het proces van beraadslaging en besluitvorming. In aanvulling op de bij aandeelhouders gewekte verwachtingen tijdens de AVA van 23 mei 2001 die al in de eerste beschikking waren aangestipt wees de Ondernemingskamer nu ook op de standpuntbepaling van HBG in haar jaarverslag over 1997 over de aanbevelingen van de Commissie Peters ten aanzien van de verhouding met aandeelhouders.²⁵² Deze factoren moesten volgens de Ondernemingskamer ook nog eens worden bezien *“mede tegen de achtergrond van de heden ten dage breed in de samenleving gedragen opvattingen over corporate governance en meer in het bijzonder over de in gewicht en betekenis toegenomen rol en positie van – onder meer – de algemene vergadering van aandeelhouders.”*²⁵³ Uit diezelfde opvattingen over corporate governance zou volgens de Ondernemingskamer voortvloeien dat hoewel aangaan van een joint venture niet in algemene zin de voorafgaande goedkeuring van de AVA behoefde, een dergelijke voorafgaande goedkeuring wel vereist zou zijn geweest indien HBG op het bod van Boskalis had willen ingaan gelet op de aard en omvang van de transactie en de gevolgen ervan voor het profiel van HBG.²⁵⁴ Nu de vennootschapsleiding dat bod van Boskalis juist niet had willen aanvaarden hoefde zij dit besluit niet ter voorafgaande goedkeuring aan de AVA voor te leggen, maar was zij uit hoofde van *“de beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur zoals die naar thans vigerende opvattingen moeten worden begrepen”* wel gehouden om de AVA vooraf over dit voorgenomen besluit te ‘consulteren’.²⁵⁵ Dit gold in het bijzonder voor HBG nu (i) de onderneming zich in een preciaire situatie bevond, (ii) een

251. Ibid, r.o. 3.50.

252. Ibid, r.o. 3.42.

253. Ibid, r.o. 3.43.

254. Ibid, r.o. 3.45.

255. Ibid, r.o. 3.46.

grote groep aandeelhouders zich voor het bod van Boskalis had uitgesproken, (iii) HBG verwachtingen bij aandeelhouders had gewekt over hun betrokkenheid in het proces en (iv) HBG het belang van een adequate betrokkenheid van aandeelhouders in haar eigen verklaringen over corporate governance had onderschreven en onderkend.²⁵⁶ Door de aandeelhouders onvoldoende in het proces van beraadslaging en besluitvorming te betrekken zou HBG in strijd met de elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap had gehandeld.²⁵⁷

De hierboven beschreven beschikking van de Ondernemingskamer werd door annotatoren afwisselend positief (Bartman²⁵⁸), neutraal (Brink²⁵⁹) en zeer kritisch (Raaijmakers²⁶⁰) beoordeeld. Volgens Raaijmakers strookte de door de Ondernemingskamer geformuleerde normen voor de vennootschapsleiding van HBG niet met enerzijds het uitgangspunt van beleidsvrijheid en beleidsverantwoordelijkheid van de vennootschapsleiding van HBG op grond van het geldend ondernemingsrecht en anderzijds het regime van openbaarmakingsverplichtingen bij wijze van informatieverstrekking aan het beleggend publiek waaraan HBG als beursgenoteerde vennootschap op grond van het geldend effectenrecht onderworpen was.²⁶¹ Andere commentatoren zoals Timmerman en Nieuwe Weme hadden vooral moeite met het feit dat de strekking en de reikwijdte van de door de Ondernemingskamer geïdentificeerde consultatieplicht van HBG ten opzichte van haar AVA niet duidelijk was, met name voor wat betreft de verhouding met het wettelijk goedkeuringsrecht van het voorgestelde artikel 2:107a BW waartoe kort daarvoor een wetsvoorstel was ingediend (zie hierna §5.6).²⁶²

Uit de tekst van de eindbeschikking in *HBG* valt niet op te maken of en zo ja in hoeverre de Ondernemingskamer het voorgestelde artikel 2:107a BW – althans de door de SER gegeven aanzet voor dit voorstel – in haar oordeel heeft betrokken. Het door de Ondernemingskamer geformuleerde ‘instemmingsrecht’ van de AVA²⁶³ vertoonde enige gelijkenis met de strekking van het voorgestelde artikel 2:107a BW zoals weergegeven in de Memorie van

256. Ibid.

257. Ibid, r.o. 3.53.

258. Bartman 2002.

259. Noot M. Brink bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG III*).

260. Raaijmakers 2002.

261. Ibid, nrs. 3-6.

262. Timmerman 2002, p. 376 en Nieuwe Weme 2002, p. 12-15. Kemperink en De Nijs Bik kwamen in latere artikelen evenwel tot een coherente en logische systematisering van de door de Ondernemingskamer aangelegde normen. Zie G.N.H. Kemperink, ‘Enquêterecht en overnamesgeschillen’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 236-243 en W.W. de Nijs Bik, ‘Informatie, consultatie en goedkeuring van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 43-48.

263. Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 (*HBG III*), r.o. 3.45.

Toelichting bij het Wetsvoorstel structuurregeling.²⁶⁴ De ‘consultatieplicht’ was echter niet op dit wetsvoorstel of op de aanzet daartoe in het rapport van de SER terug te voeren, zij het dat in de Memorie van Toelichting bij het voorgestelde artikel 2:107a BW naast “goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten” ook enigszins verwarrend gesproken werd van “de aandeelhouders raadplegen” en besluiten aan de AVA “voorleggen.”²⁶⁵ Uit de context in de Memorie van Toelichting blijkt evenwel niet dat hiermee iets anders is bedoeld dan het voorgestelde goedkeuringsrecht.

De conclusie in de literatuur was dan ook dat het consultatierecht van de AVA uit de *HBG*-eindbeschikking iets anders was dan het voorgestelde goedkeuringsrecht van het voorgestelde artikel 2:107a BW en dat invoering van laatstgenoemde regeling het consultatierecht uit *HBG* onverlet zou laten.²⁶⁶ Dit werd ook van de zijde van de wetgever expliciet onderkend. In de Nota naar aanleiding van het Verslag bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 17 juni 2002 werd hierover het volgende opgemerkt: “Het bestaan van een goedkeuringsrecht ten aanzien van deze besluiten [de besluiten genoemd in de toenmalige versie van het voorgestelde artikel 2:107a lid 1 BW, FO] laat onverlet dat de eisen van een behoorlijk bestuur met zich kunnen brengen dat de algemene vergadering ook over andere besluiten wordt geïnformeerd of geconsulteerd.”²⁶⁷ In deze passage is een rechtstreekse doorwerking van de eindbeschikking van de Ondernemingskamer in *HBG* zichtbaar. Deze gang van zaken is in zekere zin illustratief voor de invloed die van de beschikkingen van de Ondernemingskamer op het gebied van corporate governance uit leek te gaan. Niet alleen de uitvoeringspraktijk, maar ook de wetgever gaf zich duidelijk rekenschap van haar oordelen.

De eindbeschikking in *HBG* zou in cassatie niet in stand blijven.²⁶⁸ De Hoge Raad kwam, in navolging van A-G Wesseling van Gent wiens conclusie een uitgebreide analyse van alle relevante voorgestelde wettelijke regelingen, rapporten (waaronder de OECD Principles of Corporate Governance uit 1999)

264. Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (Wetsvoorstel structuurregeling) van 8 januari 2002, *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 19: “De aandeelhouder behoort te worden geraadpleegd als het door de raad van commissarissen goedgekeurde besluit zo ingrijpend is dat gezegd kan worden dat het de aard van het aandeelhouderschap wijzigt: hij gaat als het ware kapitaal verschaffen aan een wezenlijk andere vennootschap.”

265. *Ibid.*, p. 18-20.

266. Nieuwe Weme 2002, p. 15.

267. Nota n.a.v. het Verslag bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 17 juni 2002, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 5 p. 18.

268. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57 m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*), tevens besproken in S.M. Bartman, ‘Laatste slag in baggeroorlog: beginselen van corporate governance geen basis voor consultatierecht AVA’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 229-231.

en literatuur bevatte,²⁶⁹ tot het oordeel dat er voor de consultatieplicht zoals geformuleerd door de Ondernemingskamer onvoldoende steun was in het recht, zowel huidig als komend.²⁷⁰ Hierbij merkte de Hoge Raad nog op dat de consultatieplicht uit *HBG* weliswaar minder ver ging dan een instemmingsrecht vooraf – of een goedkeuringsrecht achteraf van de AVA, maar dat ook aan een consultatieplicht zodanige bezwaren verbonden waren dat een dergelijke plicht niet zonder wettelijke of statutaire basis aanvaard kon worden. Het aanvaarden van een consultatieplicht bij gebreke van een dergelijke wettelijke of statutaire regeling zou volgens de Hoge Raad leiden tot onaanvaardbare rechtszekerheid.²⁷¹

De reacties van de annotatoren op deze beschikking waren, net als bij de beschikkingen van de Ondernemingskamer het geval was geweest, wederom wisselend, zij het overwegend positief. Nieuwe Weme vond het “*spijtig*” dat de AVA een algemeen consultatierecht was onthouden.²⁷² Maeijer was hier juist zeer over te spreken. Volgens hem paste het niet dat de Ondernemingskamer zich ten opzichte van het bestaande en toekomstige wettelijk kader rond de bevoegdheidsverdeling binnen N.V.’s was gaan opstellen als een “*wetgever-plaatsvervanger*”.²⁷³ Maeijer wees ook met instemming op de overweging van de Hoge Raad met betrekking tot het belang van rechtszekerheid ten aanzien van de bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsleiding enerzijds en de AVA anderzijds.²⁷⁴ Ook Bartman benadrukte de overweging van de Hoge Raad met betrekking tot de rechtszekerheid. Hij merkte over deze overweging nog op: “*Ik meen dat daar veel voor te zeggen is. Niet omdat de verdere discussie over corporate governance niet waardevol zou zijn. Integendeel. Maar de gedachtevorming daaromtrent is nog zo weinig uitgekristalliseerd en concreet dat men de rechtspraak nu nog niet kan opzadelen met daarop gebaseerde, in rechte sanctioneerbare verplichtingen. Bovendien ontbreekt in Nederland vooralsnog het normatieve kader voor een dergelijke sanctionering. Natuurlijk, het bestuur dat een aantrekkelijk bod frustreert door een samenwerking met een ander aan te gaan, zonder de aandeelhouders daarover tijdig en adequaat voor te lichten, handelt onzorgvuldig en op zijn best hoogst ontactvol. Maar om dat*

269. Conclusie A-G Wesseling van Gent bij HR 21 februari 2003, *JOR* 2003/57 (*HBG*), nrs. 2.30-2.46.

270. HR 21 februari 2003, *JOR* 2003/57 (*HBG*), r.o. 6.4.2.

271. Ibid.

272. Noot M.P. Nieuwe Weme bij HR 21 februari 2003, *JOR* 2003/57 (*HBG*), nr. 2.3.1.

273. Noot J.M.M. Maeijer bij HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (*HBG*), nr. 2. Deze opmerking van Maeijer was waarschijnlijk mede bedoeld als reactie op een opmerking van Timmerman bij de eindbeschikking van de Ondernemingskamer met de vraag of de Ondernemingskamer met haar beschikkingen in *HBG* en *RNA* een gat aan het vullen was dat de wetgever had laten vallen (zie Timmerman 2002, p. 376, aangehaald in de noot van Maeijer, nr. 1).

274. Noot J.M.M. Maeijer bij HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (*HBG*), nr. 2.

*nu als wanbeleid te betitelen, gaat wel erg ver.*²⁷⁵ Volgens Bartman deed de beschikking van de Hoge Raad in dat opzicht “*enigszins ruw ontwaken uit de corporate governance-droom*”.²⁷⁶ Wat daar ook van zij, de Hoge Raad maakte met zijn beschikking een einde aan een stuk (rechts)onzekerheid dat al sinds de eerste beschikking van de Ondernemingskamer in *HBG* van juli 2001 boven de markt hing.

5.4.5 Afrondende beschouwingen over de rol van de Ondernemingskamer

Alles overziende voer de Ondernemingskamer in de periode vanaf 1999 met haar beschikkingen in *Gucci*, *Breevast*, *RNA* en *HBG* alsmede in andere beschikkingen die betrekking hadden op beursgenoteerde ondernemingen²⁷⁷ een progressieve koers. Zoals blijkt uit de hierboven aangehaalde beschikkingen van de Hoge Raad en uit de aangehaalde commentaren uit de literatuur bij de beschikkingen van de Ondernemingskamer, liep de Ondernemingskamer met deze koers vooruit op zowel de toenmalige staat van het positieve recht als ook op de normatieve discussies over corporate governance en beschermingsconstructies die in de ogen van de betreffende commentatoren nog niet volledig uitgekristalliseerd waren. Ondertussen wist de Ondernemingskamer op deze wijze wel bewegingen in de uitvoeringspraktijk rond betwiste overnames en beschermingsconstructies te bewerkstelligen die tot dan toe politiek onhaalbaar leken vanwege de langdurige en vastzittende discussie over beschermingsconstructies via de schijven van het VvdE-VEUO compromis, de Commissie Peters, het Wetsvoorstel betwiste overnames en de voorgestelde Dertiende Richtlijn.

275. Bartman 2003, p. 231 (nr. 2).

276. Ibid.

277. Zie in het bijzonder Gerechtshof Amsterdam (OK) 18 januari 2001, *JOR* 2001/34 m.nt. M. Brink (*VIBA I*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 10 januari 2002, *JOR* 2002/27 m.nt. M. Brink (*VIBA II*) waarin de Ondernemingskamer oordeelde dat sprake was van wanbeleid vanwege een tekortschieten van *VIBA* in de informatieverstrekking naar haar minderheidsaandeelhouders over transacties met de controlerend aandeelhouder. De eindbeschikking van de Ondernemingskamer in *VIBA* is later in cassatie door de Hoge Raad vernietigd (zie HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 181 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/58 m.nt. M. Brink (*VIBA*)). Zie voorts Gerechtshof Amsterdam (OK) 18 oktober 2001, *NJ* 2001, 641, *JOR* 2001/255 (*Heineken*) waarin de Ondernemingskamer in algemene zin het volgende overwoog over de verhouding tussen het bestuur en aandeelhouders van een beursgenoteerde onderneming (r.o. 3.3): “*Als uitgangspunt heeft dan ook te gelden dat houders van ter beurze genoteerde aandelen in een vennootschap als de onderhavige hun aandelen als regel zullen hebben verworven met het oog op het daarmee te behalen rendement door dividenduitkeringen en/of koersstijging. Het bestuur van de vennootschap dient bij zijn beleid rekening te houden met de belangen van deze (minderheids-) aandeelhouders.*”

Het effect van de opstelling van de Ondernemingskamer en de inhoud van haar beschikkingen op de uitvoeringspraktijk kan op twee manieren worden benaderd. Een eerste mogelijk effect op de uitvoeringspraktijk is een ‘*chilling effect*’ dat van de beschikkingen van de Ondernemingskamer uit kan zijn gegaan. De eerder aangehaalde opmerking van Kemperink naar aanleiding van de eindbeschikking van de Ondernemingskamer in *RNA* dat de Ondernemingskamer waarschijnlijk alle toepassingen van ‘*poison pills*’ door doelwitvennootschappen om daarmee een overname te vrijdelen als wanbeleid zou kwalificeren²⁷⁸ is een aanwijzing in deze richting. Daarnaast is goed voorstelbaar dat het daadkrachtig optreden van de Ondernemingskamer in met name *Gucci* een aanzuijgende werking heeft gehad op een deel van de uitvoeringspraktijk, niet alleen voor andere ongeïnviteerde bidders zoals Westfield in *RNA* maar ook voor partijen als de VEB en institutionele beleggers in *HBG*. Hierdoor kon de Ondernemingskamer haar positie als gespecialiseerde rechter voor overnamegeschillen en andere geschillen in de context van beursgenoteerde ondernemingen bevestigen en versterken en kreeg zij via nieuwe zaken telkens ook nieuwe (rechts)vragen op dit gebied voorgelegd.

Een aantal van de zaken die de Ondernemingskamer kreeg voorgelegd behelsde in feite ook een test voor het Nederlandse ondernemingsrecht in cultureel opzicht. Josephus Jitta, die zelf als advocaat van LVMH in *Gucci* aan het begin van deze beweging had gestaan, merkte hier in een commentaar bij de beschikking van de Hoge Raad in *RNA* het volgende over op: “*Ik weet niet of het toeval is, maar opvallend is wel dat zowel in het geval van Gucci als in het geval van RNA er sprake is van naar Nederlands recht opgerichte ondernemingen met een bewust gekozen open structuur, terwijl de organen in overwegende mate werden gevormd door buitenlanders die (mogelijk) de normen en waarden, die de redelijkheid en billijkheid in vennootschapsrechtelijk verband mede bepalen, niet zonder meer delen. Beide zaken hebben een groot ‘wie niet waagt, die niet wint’-gehalte, waarbij de waaghals heeft gewonnen, maar uiteindelijk ons vennootschapsrechtelijk systeem de verliezer is. Zij illustreren de kwetsbaarheid van ons systeem dat in belangrijke mate op open normen is gebaseerd.*”²⁷⁹ De wijze waarop deze buitenlandse ‘gebruikers’ van het Nederlandse ondernemingsrecht in hun onderlinge verhoudingen invulling gaven aan deze open normen werkte aldus via de beschikkingen van de Ondernemingskamer door in het positief recht.

278. Kemperink 2002a, p. 219.

279. Josephus Jitta 2003, p. 350.

Rest nog de vraag of de beschikkingen van de Ondernemingskamer beschouwd moeten worden als een vorm van rechterlijk activisme. Het antwoord op deze vraag hangt af van de invulling die aan het begrip ‘rechterlijk activisme’ gegeven wordt. Beschouwt men rechterlijk activisme als het bewust door een rechter (of rechterlijke instantie) aansturen op een verschuiving in het geldend recht waarbij de rechter vooraf een concreet doel voor die verschuiving voor ogen staat, dan moet worden geconstateerd dat het optreden van de Ondernemingskamer niet aan deze definitie van rechterlijk activisme voldoet. Uit haar beschikkingen blijkt niet dat de Ondernemingskamer een vooraf bepaald resultaat heeft willen nastreven. Ook lijkt de Ondernemingskamer zich niet a priori te hebben geïdentificeerd met bepaalde opvattingen over corporate governance, een dergelijke identificatie is althans niet kenbaar uit de beschikkingen. Ziet men rechterlijk activisme evenwel als het actief verleggen van grenzen in afwijking van het op dat moment geldende wettelijk systeem, dus ook zonder dat daarmee een vooraf bepaald eindresultaat wordt beoogd, dan kan het optreden van de Ondernemingskamer wel als een vorm van rechterlijk activisme worden aangemerkt. Voorbeelden van deze vorm van rechterlijk activisme zijn het uitspreken van een wanbeleid-oordeel in *Gucci* zonder eerst een enquête te gelasten en het aannemen van een buitenwettelijk consultatierecht voor de AVA in *HBG*. Bij deze en andere uitingen van rechterlijk activisme trad de Hoge Raad steeds corrigerend op.

De hierboven beschreven discrepantie tussen enerzijds de opstelling van de Ondernemingskamer en haar beschikkingen en anderzijds de opstelling van de Hoge Raad en het positief ondernemingsrecht kan mijns inziens worden verklaard door een onderliggend verschil in opvattingen over de taakopdracht van de Ondernemingskamer als rechter. Dit verschil kan worden beschreven aan de hand van de voordrachten van Timmerman en Willems tijdens een congres in maart 2003. Timmerman merkte in zijn voordracht onder verwijzing naar de beschikkingen van de Hoge Raad in *HBG* en *RNA* op dat de Hoge Raad kennelijk wenste “*dat de Ondernemingskamer een grotere terughoudendheid, gereserveerdheid en voorzichtigheid aan de dag legt dan zij in de hierboven vermelde uitspraken deed.*”²⁸⁰ In meer algemene zin voegde Timmerman hieraan toe: “*Mijns inziens dient de rechter bij het dwingen tot verantwoording van vennootschap en bestuurders een bescheiden rol te spelen. Er zijn veel andere instanties waaraan bijvoorbeeld bestuurders van ondernemingen eerder verantwoording dienen af te leggen, zoals aan vennootschapsorganen als een raad van commissarissen en de aandeelhoudersvergadering. De rechter dient de rol van bijvoorbeeld een in dit op zich tekortschietende raad van commissarissen of aandeelhoudersvergadering in ieder geval niet over te nemen*

280. L. Timmerman, ‘Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 556.

*door het bestuursbeleid vol te toetsen. Dit is het verkeerde medicijn in het soort samenleving dat we wensen. Als we willen dat er in ondernemingen meer verantwoording wordt afgelegd, moeten we in de eerste plaats het functioneren van de organen binnen de onderneming verbeteren.”*²⁸¹

Willems zag blijkens zijn eigen voordracht de taak van de Ondernemingskamer bepaald anders: *“Belangrijker echter dan de uitbreiding die het gevolg is van toebedeling van rechtsmacht, is de minder opvallende, maar uiteindelijk belangrijker uitbreiding van rechtsmacht die tot stand wordt gebracht door de formulering van de rechtsnorm en de wijze van hantering daarvan door de rechter bij de toepassing ervan. Niet alleen de enquêterechtelijke begrippen als gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid, wanbeleid, elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap en dergelijke, maar ook aan de structuurregeling ontleende begrippen als het niet naar behoren zijn samengesteld van de raad van commissarissen en het in de medezeggenschapsregeling opgenomen toetsingscriterium ‘kennelijke onredelijkheid’ zijn kapstokken voor de ontwikkeling van een scala van regels en beginselen op het terrein van ondernemingsbestuur dan wel corporate governance.”*²⁸² Willems vervolgde zijn betoog dat een rechter naar Engels en Amerikaans voorbeeld juist een belangrijke rol toekwam bij het verder vormgeven van het ondernemingsrecht, een proces dat hij aanduidde als *“the crafting of modern corporate law by tailored judicial decree”*.²⁸³ Willems wees ook nadrukkelijk op de internationale dimensie die bij zaken voor de Ondernemingskamer kon spelen. Hij merkte hierover op dat een Nederlandse rechter in dergelijke ‘internationale’ geschillen er goed aan zou doen om een rechtsharmoniserende interpretatiemethode aan de hand van rechtsvergelijking toe te passen *“waardoor de totstandkoming van een nieuwe lex mercatoria wordt bevorderd.”*²⁸⁴ Al met al stond Willems dus een meer actieve rol van de Ondernemingskamer in het proces van rechtsvinding en rechtsvorming op het gebied van corporate governance voor ogen, een en ander ook vanuit een nadrukkelijk internationale oriëntatie. Bezien tegen deze achtergrond kunnen de verschillen tussen de beschikkingen van de Ondernemingskamer enerzijds en de beschikkingen in cassatie daarop van de Hoge Raad anderzijds worden verklaard.

281. Ibid, p. 557-558.

282. J.H.M. Willems, ‘Overige aspecten van de bevoegdheid van de Ondernemingskamer’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 585.

283. Ibid, p. 586.

284. Ibid.

5.5 Uitwerking in zelfregulering

5.5.1 *De Code Tabaksblat (2003)*

Deze paragraaf gaat over de totstandkoming en de inhoud van de Code Tabaksblat die in december 2003 werd vastgesteld. De titel van de Code luidde voluit *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*. De Code was het product van een ‘commissie corporate governance’ onder leiding van de voormalig CEO van Unilever Tabaksblat. De preambule van de Code meldde dat de commissie corporate governance de Code had opgesteld “op verzoek van Euronext Amsterdam, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, de Vereniging van Effectenbezitters, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen en de Vereniging VNONCW en op uitnodiging van de Ministers van Financiën en Economische Zaken.”²⁸⁵ De preambule vermeldde voorts dat de Code strekte tot vervanging van de veertig aanbevelingen van de Commissie Peters uit 1997.²⁸⁶ Volgens de preambule zou de Code vanaf het boekjaar 2004 in werking treden.²⁸⁷ De Code zou voorzienbaar van toepassing zijn op – kort gezegd – Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.²⁸⁸

De Code bestond uit een set algemene principes die elk op hun beurt waren uitgewerkt in specifieke *best practice* bepalingen. De principes en best practices waren onderverdeeld in verschillende hoofdstukken, waarbij elk hoofdstuk zag op een specifiek orgaan of een specifieke groep anderszins bij de vennootschap betrokken personen. Het merendeel van de principes en best practices had betrekking op het bestuur en de RvC. De desbetreffende bepalingen in de Code beoogden richting te geven aan de wijze van functioneren van deze organen, hun samenstelling, hun interne taakverdeling en onderwerpen als bezoldiging en tegenstrijdig belang-situaties. Met name de strikte bepalingen met betrekking tot de onafhankelijkheid van de RvC (slechts één lid van de RvC zou niet onafhankelijk mogen zijn, zie best practices III.2.1-2.3) en de voorgestelde maximering van het aantal commissariaten (vijf) dat een lid van de RvC zou mogen vervullen (best practice III.3.4) sprongen in dit opzicht in het oog. Daarnaast werden in de Code de specifieke verantwoordelijkheden van bestuur en RvC op het terrein van risicobeheersing en financiële verslaggeving benadrukt. In dit kader was in een apart hoofdstuk tevens voorzien

285. Code Tabaksblat 2003, preambule onder 1.

286. Ibid.

287. Ibid, preambule onder 13.

288. Ibid, preambule onder 1.

HOOFDSTUK 5

in een aantal specifieke best practices met betrekking tot financiële verslaggeving, waarin onder meer best practices over de verhouding van de vennootschap met de externe accountant waren opgenomen.

Hoofdstuk IV van de Code bevatte de principes en best practices met betrekking tot de AVA. De titel van het hoofdstuk, “*de (algemene vergadering van) aandeelhouders*” gaf aan dat een deel van de bepalingen (mede) zag op de verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders buiten de formele setting van een AVA. Volgens commissievoorzitter Tabaksblat stond een herpositionering van de aandeelhoudersvergadering centraal in de Code. Tijdens een voordracht in januari 2004 zei hij hierover het volgende: “*De aandeelhouder is geleidelijk uit het beeld gedrongen door fenomenen als beschermingsconstructies, de Structuurwet en wat dies meer zij. De Commissie probeert binnen het kader van de bestaande wetgeving de aandeelhoudersvergadering als orgaan van de vennootschap een meer centrale plaats te geven en benadrukt met name de rol die de grote beleggers zouden moeten gaan spelen. Deze houden zich tot nu toe afzijdig en nemen niet actief deel in de besluitvorming. Daarin lijkt nu enige kentering te komen. (...) In beide systemen, het ‘shareholder-model’ en het ‘stakeholder-model’ is men zich langzamerhand bewust geworden dat de rol van de aandeelhouder, en met name die van de grote aandeelhouders, herbezien moet worden en zij gestimuleerd moeten worden om actiever deel te nemen aan de besluitvorming rondom de onderneming. (...) Voor de Commissie was actief aandeelhouderschap een essentiële voorwaarde voor het laten slagen van haar pogingen de beursonderneming goed te doen functioneren. De Code staat of valt met een volwassen betrokkenheid van aandeelhouders. Je kunt er trouwens wel zeker van zijn dat als de ava niet beter zal gaan functioneren er ook in Nederland stemmen zullen opgaan om dat of te stimuleren of wettelijk af te dwingen. En in Nederland ligt het dan voor de hand te roepen ‘laten we het dan maar bij wet regelen.’ Ik hoop dat we dat kunnen vermijden. Het lijkt me niet de beste remedie. Het is verstandiger om via de lokkertjes te proberen iets te bereiken.*”²⁸⁹

Het uitgangspunt van deze beoogde herpositionering van de AVA was neergelegd in principe IV.1. Hierin was opgenomen dat goede corporate governance een volwaardige deelname van de aandeelhouders aan besluitvorming in de AVA veronderstelde en dat de AVA op haar beurt een zodanige invloed op de vennootschapsleiding zou moeten kunnen uitoefenen dat zij een volwaardige rol in het systeem van checks & balances binnen de vennootschap zou kunnen spelen. Dit uitgangspunt werd concreet uitgewerkt in de overige

289. M. Tabaksblat, ‘Het rapport van de Commissie corporate governance’, voordracht gehouden tijdens een congres van het tijdschrift *Ondernemingsrecht* op 20 januari 2004, *Ondernemingsrecht* 2004, 36, p. 110.

principes en best practices van hoofdstuk IV van de Code. Een aantal van deze bepalingen waarin concreet invulling werd gegeven aan deze ‘volwaardige rol’ was inhoudelijk verstrekkend. Zo werd bij wijze van best practice voorgesteld om geen bijzondere meerderheidseisen meer te stellen aan een besluit van de AVA van een niet-structuurvennootschap tot het ontnemen van het bindend karakter van een voordracht tot benoeming van een bestuurder of commissaris of aan een besluit van de AVA tot ontslag van een bestuurder of commissaris (best practice IV.1.1). Ook zou het stemrecht op financieringspreferente aandelen gekoppeld moeten worden aan de daadwerkelijke kapitaalbreng en dus niet meer enkel aan de nominale waarde (best practice IV.1.2). Voor vennootschappen waarvan de aandelen waren gecertificeerd bepaalde de Code als principe dat certificering niet als beschermingsmaatregel gebruikt diende te worden en dat daarom de betreffende Stichting Administratiekantoor (STAK) onder alle omstandigheden onbeperkt stemvolmachten zou dienen te verlenen aan aandeelhouders die daarom verzochten (principe IV.2 en best practice IV.2.8). Daarnaast bepaalde de Code dat de STAK bij het uitoefenen van de stemrechten op de door haar gehouden aandelen in de AVA zich primair naar de belangen van de certificaathouders zou dienen te richten en dus niet primair naar het belang van de vennootschap (best practice IV.2.5) en schreef de Code een aantal best practices voor met betrekking tot de verhouding tussen het bestuur van de STAK en de certificaathouders (best practices IV.2.1-2.4 en IV.2.6-2.7).

Een ander deel van de principes en best practices zag op het faciliteren en stimuleren van deelname van aandeelhouders aan de AVA. Feitelijk zagen deze bepalingen op het wegnemen van drempels in de praktijk die een dergelijke deelname direct of indirect ontmoedigden. Zo bepaalde de Code bij wijze van algemeen uitgangspunt dat de vennootschap, voor zover het in haar mogelijkheid zou liggen, haar aandeelhouders in staat zou moeten stellen om op afstand te stemmen en om met elkaar te communiceren (principe IV.1). Daarnaast zou de vennootschap een apart gedeelte op haar website moeten inrichten waarop alle officiële publicaties (best practice IV.3.6) en andere relevante informatie zoals aankondigingen van persconferenties, verslagen van ‘calls’ met analisten en presentaties aan institutionele beleggers (best practice IV.3.1) door iedereen geraadpleegd zou kunnen worden. De Code stelde verder een aantal aanvullende informatie- en openbaarmakingsregels voor. Zo zou elke vennootschap in het jaarverslag een overzicht van alle “*uitstaande of potentieel inzetbare*” beschermingsmaatregelen moeten geven (best practice IV.3.9), zou de vennootschap een ‘aandeelhouderscirculaire’ moeten publiceren wanneer de AVA een besluit tot goedkeuring van een majeure transactie in de zin van het voorgestelde artikel 2:107a BW of een besluit tot delegatie van haar emissiebevoegdheid kreeg voorgelegd (best practice IV.3.7) en zou het bestuur onverwijld zijn standpunt kenbaar moeten maken wanneer een onderhands bod op

HOOFDSTUK 5

een bedrijfsonderdeel waarvan de waarde de drempel van het voorgestelde artikel 2:107a lid 1 onder c BW overstijgt bekend zou worden gemaakt (best practice IV.1.3).²⁹⁰

De keerzijde van het faciliteren en stimuleren van een verdergaande betrokkenheid van aandeelhouders was dat de Code ook een zekere mate van verantwoordelijkheid voor institutionele beleggers tot uitdrukking bracht. Volgens principe IV.4 hadden institutionele beleggers een verantwoordelijkheid ten opzichte van hun achterliggende begunstigen of beleggers én de vennootschappen waarin zij belegden om “*op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder in beursgenoteerde vennootschappen.*” Deze verantwoordelijkheid werd praktisch uitgewerkt in een set transparantieverplichtingen van institutionele beleggers naar hun achterban toe over met betrekking tot hun beleid over het uitvoeren van aandeelhoudersrechten en de wijze waarop ze in een gegeven periode uitvoering aan dat beleid hadden gegeven (best practices IV.4.1-4.3).

De Code voorzag tot slot nog in een ander opzicht in een belangrijke rol voor aandeelhouders: het toezicht op de naleving van de Code zelf. De Code ging uit van een ‘pas toe of leg uit’-systematiek (*‘comply or explain’*). Het stond vennootschappen vrij om van specifieke principes of best practices af te wijken, maar dergelijke afwijkingen zouden wel kenbaar als zodanig moeten worden gerapporteerd en gemotiveerd.²⁹¹ Aandeelhouders zouden volgens de Code in dit verband een belangrijke rol spelen bij de beoordeling in hoeverre afwijkingen van de Code gegeven de uitleg van de betreffende vennootschap gerechtvaardigd zouden zijn. Principe I van de Code omschreef dit uitgangspunt als volgt: “*Het bestuur en de raad van commissarissen zijn verantwoordelijk voor de corporate governance structuur van de vennootschap en de naleving van deze code. Zij leggen hierover verantwoording af aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Aandeelhouders nemen zorgvuldig kennis en maken een grondige beoordeling van de redengeving van eventuele afwijkingen van de best practice bepalingen van deze code door de vennootschap. Zij vermijden een “afvinkmentaliteit” in de beoordeling van de corporate governance structuur van de vennootschap.*” Voor institutionele beleggers bepaalde de Code in principe IV.4 nog specifiek dat zij bereid zouden moeten zijn om de dialoog met de vennootschap aan te gaan wanneer zij de uitleg ten aanzien van een afwijking van de Code niet zouden aanvaarden. Het uitgangspunt in die dialoog zou volgens principe IV.4 wel moeten

290. Hierbij moet worden bedacht dat artikel 2:107a BW nog geen kracht van wet had op het moment dat de Code Tabaksblad werd opgesteld. Het wetsvoorstel waarin de invoering van artikel 2:107a BW was opgenomen, was echter al wel aangenomen door de Tweede Kamer. Zie §5.6 hierna.

291. Code Tabaksblad 2003, preambule onder 5.

zijn dat corporate governance maatwerk is en dat afwijkingen van de Code wel degelijk gerechtvaardigd zouden kunnen zijn. Toch is de strekking van deze bepaling van de Code duidelijk: van institutionele beleggers werd verwacht dat zij in actie zouden komen wanneer een vennootschap in hun ogen op onterechte gronden van bepalingen uit de Code zou afwijken.

De preambule van de Code gaf nog wat nadere richting aan wat van aandeelhouders werd verwacht in hun toezichthoudende rol ten aanzien van de naleving van de Code: *“Indien (een deel van) de algemene vergadering van aandeelhouders bezwaar maakt tegen de corporate governance structuur en/of tegen de redengeving van afwijking van één of meer best practice bepalingen, dan kan zij, binnen en buiten de algemene vergadering van aandeelhouders, druk uitoefenen op het bestuur en de raad van commissarissen om de corporate governance structuur te wijzigen en/of de code beter na te leven. Het bestuur en de raad van commissarissen dienen zich in de algemene vergadering van aandeelhouders te verantwoorden over de gemaakte keuzes en dienen in ieder geval open te staan voor aanpassing van de corporate governance structuur van de vennootschap wanneer de algemene vergadering van aandeelhouders of een groep van aandeelhouders haar bezwaren gemotiveerd naar voren brengt. Mocht de discussie tussen de algemene vergadering van aandeelhouders of een groep van aandeelhouders en het bestuur en de raad van commissarissen ten aanzien van een zwaarwichtige kwestie toch in een impasse geraken, dan kunnen aandeelhouders gebruik maken van de hen ter beschikking staande rechten (binnen en buiten de algemene vergadering van aandeelhouders). Aandeelhouders kunnen binnen de algemene vergadering gebruik maken van de mogelijkheid om het bestuur geen decharge te verlenen over het gevoerde beleid en de raad van commissarissen over het uitgeoefende toezicht, het bezoldigingsbeleid aan te passen, en de raad van commissarissen en/of het bestuur te ontslaan. Eventueel kunnen aandeelhouders ook juridische procedures voeren, zoals het starten van een enquête- of jaarrekeningprocedure.”*²⁹²

Tegen de hierboven geschetste achtergrond kan ook de opmerking van Tabaksblat dat de Code zou staan of vallen bij een volwassen betrokkenheid van de aandeelhouders worden begrepen. Niet alleen zou volgens Tabaksblat een meer actieve opstelling van aandeelhouders een voorwaarde zijn voor het goed functioneren van het systeem van checks & balances binnen beursvennootschappen, maar ook de daadwerkelijke effectiviteit van de Code zou er in belangrijke mate van afhangen. Op dit punt verschilde de Code Tabaksblat nadrukkelijk van de aanbevelingen van de Commissie Peters. Waar de Commissie Peters

292. Code Tabaksblat 2003, preambule onder 8.

de bal voor het succes van haar aanbevelingen nog nadrukkelijk bij de beursgenoteerde ondernemingen – en daarmee de facto bij hun zittende bestuurders en commissarissen – had neergelegd, koos de Commissie corporate governance onder leiding van Tabaksblat ervoor om deze bal juist bij de aandeelhouders neer te leggen onder expliciete verwijzing naar hun aandeelhoudersrechten als beoogd handhavingsmechanisme.

5.5.2 *De ontstaansgeschiedenis van de Code*

Waar kwam deze nieuwe Code vandaan? De oorsprong van de Code gaat terug tot een seminar aan de Universiteit van Tilburg dat op 18 december 2002 door de Nederlandse Corporate Governance Stichting en de Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen (de voorloper van het huidige Eumedion) was georganiseerd.²⁹³ Tijdens dit seminar werd de bundel *Corporate Governance in Nederland 2002: de stand van zaken* van de Nederlandse Corporate Governance Stichting gepresenteerd.²⁹⁴ Het eerste exemplaar van deze bundel werd uitgereikt aan de Minister van Financiën Hoogervorst (VVD). De bundel bevatte naast een aantal artikelen ook de resultaten van een onderzoek naar de mate waarin en de wijze waarop de aanbevelingen van de Commissie Peters uit 1997 vijf jaar later door de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen waren geïmplementeerd. De resultaten van dit onderzoek werden door alle sprekers tijdens het seminar, onder wie de oud-leden van de Commissie Peters Moerland, Snijders en Peters zelf, als teleurstellend aangemerkt. Peters sprak daarbij uit dat er snel een nationale corporate governance code zou moeten komen, een conclusie die blijkens het verslag ook door de andere aanwezigen werd gedeeld.²⁹⁵

Minister van Financiën Hoogervorst sprong blijkens het verslag in op deze opmerking door te stellen dat een nieuwe code niet alleen regels voor bestuurders en commissarissen, maar ook voor institutionele beleggers zou moeten bevatten. Daarnaast zou de nieuwe code volgens Hoogervorst opgesteld moeten worden door een commissie bestaande uit bestuurders, commissarissen en beleggers die zonder last of ruggespraak zouden moeten kunnen opereren. Hoogervorst sloot af met de opmerking dat hij binnen een jaar resultaten wilde zien, omdat anders wetgeving zou volgen.²⁹⁶ Hoogervorst was ten tijde

293. In deze zin ook H.H. Voogsgeerd, *Corporate governance codes: markt- of rechtsarrangement?*, IVO-reeks nr. 55, Deventer: Kluwer 2006, p. 107. Zie voor een verslag van het betreffende seminar V.A. Cancian, 'Corporate governance in Nederland 2002', *Ondernehmensrecht* 2003, p. 52-54.

294. Zie voor de inleiding van deze bundel Peters 2002.

295. Cancian 2003, p. 54.

296. Ibid.

van deze uitspraken niet alleen Minister van Financiën, maar ook Minister van Economische Zaken; hij nam sinds oktober 2002 in het demissionaire kabinet Balkenende I (CDA, VVD, LPF) de portefeuille waar van de opgestapte LPF-minister Heinsbroek. De aansporing van Hoogervorst tijdens het seminar om een brede commissie te formeren teneinde een corporate governance code vast te stellen was dus de “*uitnodiging van de Ministers van Financiën en Economische Zaken*” waaraan later in de preambule van de Code zou worden gerefereerd.

De Commissie corporate governance, naar haar voorzitter ook wel aangeduid als de ‘Commissie Tabaksblat’, werd op 10 maart 2003 ingesteld. Op diezelfde datum werd de taakopdracht aan de Commissie van haar opdrachtgevers (VNO-NCW, NCD, VEVO, VEB, SCGOP en Euronext) vastgesteld.²⁹⁷ Een opvallende afwezige in de lijst van opdrachtgevende partijen was de vakbeweging.²⁹⁸ Bij de samenstelling van de Commissie Tabaksblat werd, anders dan bij de Commissie Peters, niet gewerkt met een systeem van leden die kenbaar op voordracht van een bepaalde belangenorganisatie werden benoemd. Toch volgt uit het overzicht van de leden van de Commissie via de vermelding van nevenfuncties dat bepaalde leden vanuit een specifieke achterban lijken te zijn aangedragen. Zo hadden bestuurders van VNO-NCW (Westerlaken), de VEVO (Pieterse), Euronext (Möller), de VEB (De Vries) en SCGOP (De Koning) zelf zitting in de Commissie Tabaksblat. De taakopdracht had een nadrukkelijk internationale component: de door de Commissie op te stellen code moest zoveel mogelijk aansluiten bij de internationale ontwikkelingen. Een opvallende naam in de Commissie Tabaksblat was die van Winter. De High Level Group of Company Law Experts onder voorzitterschap van Winter had kort daarvoor in haar eindrapport de aanbeveling gedaan dat iedere Lidstaat een nationale corporate governance code zou moeten opstellen waaraan beursgenoteerde ondernemingen in hun jurisdictie zouden moeten voldoen dan wel uit zouden moeten leggen waarom aan bepaalde onderdelen van die code niet wordt voldaan.²⁹⁹ In de taakopdracht van de Commissie corporate governance werd ook expliciet naar deze aanbeveling van de High Level Group verwezen.³⁰⁰ Winter, die zich eerder ook al in de Nederlandse discussie had uitgesproken voor het verkennen en ontwikkelen van alternatieve vormen van

297. Opgenomen in Code Tabaksblat 2003, p. 66-68.

298. Voogsgeerd merkt hierover nog op dat FNV enkele weken na de instelling van de Commissie Tabaksblat alsnog heeft verzocht om een vertegenwoordiger in de Commissie af te mogen vaardigen, maar dat dit op dat moment niet meer mogelijk was. Zie Voogsgeerd 2006, p. 107 (verwijzend naar een bericht in *NRC Handelsblad* van 27 maart 2003).

299. High Level Group Report on EU Company Law 2002, p. 73.

300. Code Tabaksblat 2003, p. 66.

ondernemingsrechtelijke regelgeving,³⁰¹ kreeg dus de gelegenheid om de Nederlandse opvolging van zijn eigen aanbeveling mede gestalte te geven. Dat de inhoud van de Code dus op een aantal punten grote gelijkenissen vertoonde met de aanbevelingen van de High Level Group zal dan ook geen toeval zijn geweest.

De Commissie publiceerde op 1 juli 2003 een conceptversie van de voorgestelde Code. In de tijd die sinds de ‘uitnodiging’ van Hoogervorst was verstreken, was inmiddels het boekhoudschandaal rond Ahold na de bekendmaking ervan op 24 februari 2003 in volle omvang publiek geworden.³⁰² Net zoals de schandalen rond Enron, Ahold en Parmalat een zekere impuls gaven aan de Europese beleidsagenda op het terrein van het ondernemingsrecht in de vorm van het EU Action Plan 2003 (zie §5.3) gaven de ontwikkelingen rond Ahold een zekere urgentie aan het werk van de Commissie Tabaksblat. Deze urgentie kan worden afgeleid uit de vele reacties die na publicatie van de concept-Code op 1 juli 2003 in de media verschenen. Een redactioneel commentaar in het *Financieele Dagblad* van 2 juli 2003 bestempelde het werk van de Commissie als een adequate reactie op “*de vertrouwenscrisis waarin het Nederlandse bedrijfsleven verkeert en de maatschappelijke onvrede daarover.*”³⁰³ De Volkskrant noemde de concept-Code in een redactioneel commentaar een ‘forse stap vooruit’. In het commentaar werd nog opgemerkt: “*De strenge voorstellen van de commissie komen geen moment te vroeg. Het voorstel sluit een periode af waarin veel tumult is geweest over wanordelijk concernbestuur, slecht controlerende accountants en frauderende bestuurders. Althans, het is de hoop van veel politici, vakbondsbestuurders, bedrijfsbestuurders en werknemers dat deze periode nu voorbij is. Ook Tabaksblat zelf gaf aan dat het de hoogste tijd was om excessen van topondernemers een halt toe te roepen.*”³⁰⁴ Volgens het commentaar in *NRC Handelsblad* ging de concept-Code zelfs niet ver genoeg: in hun visie zou niet-naleving van de Code niet enkel met de “*schandpaalfunctie*” van het pas toe of leg uit-systeem, maar ook met boetes moeten worden gesanctioneerd.³⁰⁵ Al deze berichten geven blijk van een duidelijk negatief sentiment ten aanzien van het toenmalige ‘*establishment*’ bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

301. Zie Winter 2002 over de behoefte aan een flexibel ondernemingsrecht vanwege de ‘beperkte houdbaarheid’ van wettelijke bepalingen.

302. Hierover Smit J. 2004, in het bijzonder p. 273-328.

303. Redactioneel commentaar ‘Sprong voorwaarts’, *Financieele Dagblad* 2 juli 2003.

304. Redactioneel commentaar ‘Een forse stap vooruit’, *Volkskrant* 2 juli 2003.

305. Redactioneel commentaar ‘Tandeloos’, *NRC Handelsblad* 2 juli 2003.

De concept-Code maakte ook bij juristen, economen en ervaringsdeskundigen veel reacties los die veelal in de vorm van ingezonden stukken in de kranten werden gepubliceerd.³⁰⁶ Vrijwel alle schrijvers waren van mening dat de voorstellen van de Commissie Tabaksblat in de concept-Code ter versterking van de positie van aandeelhouders niet ver genoeg gingen vanwege het feit dat de concept-Code de structuurregeling ongemoeid liet. De Commissie Tabaksblat was bij het opstellen van de concept-Code blijkens de preambule uitgegaan van het bestaande wettelijk kader en van de op dat moment aanhangige voorstellen tot wijziging daarvan, waaronder de toenmalige versie van het Wetsvoorstel structuurregeling (zie hierna §5.6).³⁰⁷ De Commissie had in de concept-Code ook geen aanbevelingen aan de wetgever met betrekking tot de structuurregeling opgenomen.³⁰⁸ Deze opstelling was in overeenstemming met de taakopdracht van de Commissie, maar werd in de reacties op de concept-Code toch als onbevredigend ervaren. Bij de toenmalige stand van het Wetsvoorstel structuurregeling zou aan aandeelhouders in structuurvennootschappen namelijk nog altijd niet het recht zijn toegekomen om rechtstreeks bestuurders te kunnen benoemen of ontslaan. De teneur uit de reacties was dat de door de Commissie Tabaksblat nagestreefde herpositionering van de AVA bij gebreke van deze bevoegdheid bij structuurvennootschappen illusoir zou blijken. Ook een aantal ondernemingen liet in hun reacties op de concept-Code blijken dat ze graag hadden gezien dat de Commissie Tabaksblat zich ook over de structuurregeling zou hebben uitgesproken.³⁰⁹

De reacties waren overwegend positiever over het feit dat de Commissie Tabaksblat wel een aanbeveling had gedaan ten aanzien van het voorgestelde artikel 2:118a BW uit het Wetsvoorstel structuurregeling (zie wederom §5.6), namelijk om het voorgestelde onderscheid tussen ‘vredestijd’ en ‘oorlogstijd’

306. Voorbeelden zijn P.M.L. Frentrop, ‘Stemplicht voor institutionele beleggers’, *Financieele Dagblad* 26 juli 2003, P. van Schilfgaarde, ‘Structuurregime weg na Tabaksblat’, *Financieele Dagblad* 14 augustus 2003, A.W.A. Boot & Ph. Wallage, ‘Scherper kiezen kan code Tabaksblat tot een succes maken’, *Financieele Dagblad* 21 augustus 2003, H.V. Oppelaar, ‘Aandeelhouders moeten bestuur benoemen’, *Financieele Dagblad* 22 augustus 2003, H.O.C.R. Ruding, ‘Goed bestuur niet bij wet afdwingen’, *NRC Handelsblad* 27 augustus 2003 en G. van Solinge, ‘Structuurregime moet op de schop’, *Financieele Dagblad* 1 september 2003. De concept-Code werd in vaktijdschriften onder meer besproken in M.W. den Boogert, ‘Corporate Governance in een stroomversnelling’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 406-413 en A. de Jong & P.G.J. Rooseboom, ‘De Achilleshiel van Tabaksblat’, *ESB* 2003, p. 392-393.

307. Commissie Corporate Governance, concept voor de Nederlandse Corporate Governance Code d.d. 1 juli 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>, preambule nr. 2.

308. Voor een overzicht van de aanbevelingen zie Annex 1 bij Code Tabaksblat Concept 2003, p. 32-34.

309. Zie bijvoorbeeld de reactie namens Kon. KPN N.V. van 1 september 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>, p. 2.

in de regeling van volmachtverlening van een STAK aan de certificaathouders om op een bepaalde AVA het stemrecht uit te kunnen oefenen te schrappen.³¹⁰ Op dit punt mengde de Commissie Tabaksblad zich dus wel nadrukkelijk in de parlementaire discussie rond het Wetsvoorstel structuurregeling. ABN AMRO sprak zich in reactie op de concept-Code uit tegen deze gang van zaken en verzocht de Commissie Tabaksblad om zich in de definitieve Code te onthouden van uitspraken over het voorgestelde artikel 2:118a BW.³¹¹ Ook VNO-NCW betrok in reactie op de concept-Code het standpunt dat certificering als specifieke beschermingsconstructie niet in de Code uitgebannen zou moeten worden.³¹² Met dit standpunt waren zij evenwel niet in de meerderheid, zeker aangezien prominente deelnemers aan de discussie uit bestuurlijke kringen, zoals oud-Minister van Financiën Ruding,³¹³ juist hun steun voor de opvatting en aanbeveling van de Commissie Tabaksblad over certificering uitspraken.

5.5.3 *Reacties op de Code vanuit institutionele beleggers*

Ook in de kringen van beleggers werd de concept-Code positief ontvangen. De SCGOP, ABP, PGGM en de Vereniging Bedrijfstakpensioenfondsen gaven zich in hun reacties op de concept-Code alle rekenschap van de bijzondere verantwoordelijkheid die in de concept-Code aan institutionele beleggers was toebedacht.³¹⁴ Toch klonk vanuit de institutionele beleggers zelf ook de nodige

310. Code Tabaksblad Concept 2003, p. 33 (aanbeveling 9). De Commissie stelde voorts in aanbeveling 8 nog een technische wijziging ten aanzien van het voorgestelde artikel 2:107a BW voor over de berekening van de voorgestelde drempelwaarden. Daarnaast formuleerde de Commissie nog een algemene oproep aan de wetgever om het gebruik van beschermingsconstructies in overnamesituaties en de mogelijkheid om beschermingsconstructies na bepaalde tijd te kunnen doorbreken wettelijk te regelen (ibid, p. 34, aanbeveling 15). Wellicht was deze oproep bedoeld als aansporing aan de wetgever om de behandeling van het op dat moment reeds lange tijd hangende Wetsvoorstel betwiste overnames alsnog ter hand te nemen. Een andere interpretatie is dat het de Commissie voor ogen stond om alvast met nationale wetgeving vooruit te lopen op het nieuwe voorstel voor de Deritiende Richtlijn dat op 2 oktober 2002 door de Europese Commissie was gepubliceerd (COM (2002) 534 final). In dit richtlijnvoorstel was overigens wel de door de High Level Group voorgestelde 'board neutrality rule' (artikel 9) opgenomen, maar niet de voorgestelde 'breakthrough rule' ten aanzien van beschermingsconstructies.

311. Reactie namens ABN AMRO van 5 september 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>, p. 1-2.

312. Nadere uitwerking reactie VNO-NCW van 4 september 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>, p. 23.

313. Ruding 2002, slotparagraaf.

314. Deminor, een adviesbureau voor minderheidsaandeelhouders, ging in haar reactie nog een stap verder door te pleiten voor de invoering van een stemplicht voor institutionele beleggers. Zie reactie Deminor van 22 juli 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>.

twijfel over de vraag of zij de aan hen toebedachte rol ook daadwerkelijk zouden kunnen en willen vervullen. Weliswaar waren de grote pensioenfondsen zoals ABP en PGGM zich recentelijk actiever gaan opstellen in hun contacten met de Nederlandse ondernemingen waarin zij aandeelhouder waren,³¹⁵ maar andere institutionele beleggers zoals de vermogensbeheerders van grote financiële instellingen als ABN AMRO, ING en Rabobank en bedrijfstakpensioenfondsen toonden zich om verschillende redenen terughoudend om een actievere rol als aandeelhouder op zich te nemen.³¹⁶ Ook de pensioenfondsen zelf gaven aan dat een actieve opstelling bij alle ondernemingen waarin zij aandeelhouder waren moeilijk te realiseren zou zijn vanwege de daarvoor benodigde tijd, expertise en financiële middelen. De directeur vermogensbeheer van ABP Frijns merkte naar aanleiding van de concept-Code op dat de weg naar een daadwerkelijk actief aandeelhouderschap zoals voorgestaan in de concept-Code voor de meeste institutionele beleggers nog een lange weg zou zijn. Hij besloot met de opmerking: *“Maar ik geloof in de kracht van het voorbeeld. Het wordt een dynamisch proces dat nog jaren zal duren.”*³¹⁷

In het verlengde van eerst de concept-Code en later de definitieve Code werd vanuit de institutionele beleggers op een ander punt in de discussie een meer assertieve toon aangeslagen en wel ten aanzien van de doelstellingen van beursgenoteerde ondernemingen. De Commissie Tabaksblat gaf in zekere zin zelf de aanzet tot deze discussie door in de preambule van de Code het volgende normatieve uitgangspunt te definiëren: *“De code gaat uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen, die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, maar ook de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar*

315. Zie Tabaksblat 2004, p. 110 waarin wordt gerefereerd aan de publieke dialoog die ABP en PGGM in 2003 met Ahold hadden gevoerd in het verlengde van de bekendmaking van boekhoudkundige onregelmatigheden.

316. Zie het verslag van een seminar van de SCGOP over de concept-Code van 27 augustus 2003 in ‘Het duurt nog jaren voordat institutionele beleggers stemmen’, *Financieele Dagblad* 1 september 2003. Deze problematiek werd eerder al beschreven in A.F. Verdam, ‘Gebruik van stemrechten door institutionele beleggers: over stemplicht, vormen van invloedsoefening en verantwoording terzake’ in M.J.G.C. Raaijmakers (red.), *Trust en Onderneming*, liber amicorum C.Ae. Uniken Venema, Den Haag: Boom 2003, p. 117-133.

317. Opmerking van J.M.G. Frijns, opgetekend in ‘Het duurt nog jaren voordat institutionele beleggers stemmen’, *Financieele Dagblad* 1 september 2003.

*het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Het bestuur en de raad van commissarissen behoren met de belangen van de verschillende belanghebbenden rekening te houden. Vertrouwen van de belanghebbenden dat hun belangen worden behartigd, is een voorwaarde voor hen om binnen en met de vennootschap samen te werken.*³¹⁸ In de concept-Code stond in plaats van de zin “*daarbij streeft...aandeelhouderswaarde op de lange termijn*” nog de zin “*Ten behoeve hiervan streeft de vennootschap naar een zo groot mogelijke rentabiliteit op lange termijn over het geïnvesteerde vermogen.*”³¹⁹ In een enkele reactie op de concept-Code was kritiek op deze formulering geuit omdat het behalen van rendement als een ondergeschikt doel (“*ten behoeve van*”) werd voorgesteld.³²⁰ Of de wijziging in formulering in de definitieve versie van de Code (“*daarbij*”) door deze reacties is ingegeven, is niet duidelijk.³²¹

Tijdens een congres over de Code in januari 2004 bracht Maatman, op dat moment hoofd juridische zaken bij ABP Vermogensbeheer, de discussie rond het hierboven aangehaald normatief uitgangspunt van de Code opnieuw op. Onder verwijzing naar de verantwoordelijkheid die de Code ten aanzien van institutionele beleggers had geformuleerd merkte Maatman het volgende op: “*Het is inherent aan dit ‘stakeholders’ model dat de onderneming verscheidene doelstellingen heeft. Het is echter moeilijk voor de afdeling om de ondernemingsleiding ter verantwoording te roepen als de vennootschap niet onvoorwaardelijk verplicht is het belang van de aandeelhouders te dienen. Mijn eigen ervaringen zijn dat bestuurders en commissarissen (en ook besturen van administratiekantoren) tijdens algemene vergaderingen van aandeelhouders gebruik maken van deze ‘ontsnappingsmogelijkheid’: zij gaan over tot doelstellingenarbitrage. Kritiek van aandeelhouders of certificaathouders ketst af omdat de ondernemingsleiding of het bestuur van het administratiekantoor zijn positie verdedigt door te stellen dat een ander belang voorrang heeft gekregen boven het aandeelhoudersbelang. (...) Als de onderneming de belangen moet dienen van velen, zullen ook velen de ondernemingsleiding moeten wijzen op die taak. Daarmee wordt een zwakte van deze stakeholder-benadering zichtbaar. Zij leidt tot een wat mistige verdeling van verantwoordelijkheden; het is niet duidelijk op welke doelstellingen bestuur en raad van commissarissen kunnen worden aangesproken. Het is aannemelijk dat dit ten koste gaat van de*

318. Code Tabaksblat 2003, preambule onder 3.

319. Code Tabaksblat Concept 2003, preambule onder 3.

320. In deze zin P. Korteweg, ‘De Concept-Tabaksblat Code: enige vragen en opmerkingen’, voordracht gehouden tijdens een seminar van Allen & Overy op 27 augustus 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>, nr. 6-7 (p. 3-5).

321. Het vervangen van “*rentabiliteit op lange termijn over het geïnvesteerd vermogen*” naar “*aandeelhouderswaarde op de lange termijn*” lijkt enkel een technische aanpassing te zijn geweest.

*financiële prestaties van de onderneming en een heldere verantwoordingsplicht richting aandeelhouders.*³²² Volgens Maatman zou het beter zijn indien ondernemingen zich zouden committeren aan de eenduidige doelstelling van maximalisatie van aandeelhouderswaarde. Naar Brits voorbeeld, onder verwijzing naar de artikelen van Rickford over de Britse Company Law Review, bepleitte Maatman dat dit streven naar maximalisatie van aandeelhouderswaarde vormgegeven zou moeten worden via een goed beheer van de ‘modern asset mix’ van de onderneming welke niet alleen uit de ‘harde’ activa, maar ook uit factoren zoals kwaliteit van werknemers en ‘research & development’ (r&d).³²³ Volgens Maatman zouden de belangen van andere stakeholders dan aandeelhouders deel kunnen uitmaken van deze modern asset mix, “mits daarmee waarde wordt gecreëerd voor aandeelhouders”.³²⁴

De hierboven weergegeven opstelling van Maatman was niet helemaal nieuw. ABP-directeur Frijns had zich twee jaar eerder op een ander congres in soortgelijke zin uitgelaten: door te streven naar een maximale ‘shareholder value’ zou een onderneming automatisch de belangen van de andere betrokkenen bij de onderneming dienen.³²⁵ Dit argument, dat sterke gelijkens vertoont met de benadering van aandeelhouders als ‘residual claimants’ uit de (rechts)-economische literatuur over corporate governance (zie §4.5.4), werd in reactie op de concept-Code ook door anderen aangehaald ter onderbouwing van het standpunt dat aandeelhouders meer formele en directe zeggenschap over beursgenoteerde ondernemingen zouden moeten krijgen.³²⁶ Maatman’s redenering liep iets anders: volgens hem zou een eenduidig op aandeelhouderswaarde gerichte doelstelling tot de best mogelijke resultaten voor alle stakeholders leiden omdat het hanteren van een meer diffuse doelstelling een effectieve controle op de vennootschapsleiding zou beletten.

Maatman’s redenering over botsende doelstellingen ging terug op een invloedrijk artikel van Jensen (waarnaar Maatman in de uitgeschreven tekst van zijn voordracht ook naar verwees³²⁷) getiteld ‘Value Maximization,

322. R.H. Maatman ‘Tabaksblat en de botsende doelstellingen’, *Ondernemingsrecht* 2004, 39, p. 118.

323. Maatman 2004a, p. 119 (met verwijzingen naar Rickford 2002a in voetnoten 23-25).

324. *Ibid*, p. 120.

325. Opmerking van J.M.G. Frijns tijdens een congres van de SCGOP op 9 januari 2002, opgetekend in M. Vermeer, ‘Pensioenfondsen over corporate governance’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 183-184.

326. Zie bijvoorbeeld de voordracht van voormalig Philips-bestuursvoorzitter C. Boonstra, ‘Zeggenschap aandeelhouders is de kern van goede corporate governance’ van 14 augustus 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>, p. 13: “De aandeelhouders moeten formele, directe zeggenschap hebben over de onderneming; belangen van ‘stakeholders’ lopen op lange termijn immers parallel met die van aandeelhouders.” Zie ook Korteweg 2003, nrs. 6-7.

327. Maatman 2004a, p. 118 voetnoot 21.

Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function'.³²⁸ In dit artikel zette Jensen, deels voortbouwend op zijn eerdere werk op het gebied van corporate governance, uiteen dat (i) een eenduidige doelstelling essentieel was voor optimale prestaties van een onderneming; en (ii) dat het nastreven van de doelstelling van maximalisatie van de ondernemingswaarde niet alleen voor de onderneming zelf, maar ook voor de maatschappij als geheel tot de best mogelijke uitkomsten zou leiden. In de woorden van Jensen: *"200 years' worth of work in economics and finance indicate that social welfare is maximized when all firms in an economy attempt to maximize their own total firm value. The intuition behind this criterion is simple: that value is created whenever a firm produces an output that is valued by its customers at more than the value of the inputs it consumes."*³²⁹ Jensen rekende vanuit dat uitgangspunt hard (en op politiek beladen wijze) af met stakeholder-benaderingen: *"Stakeholder theory plays into the hands of special interests that wish to use the resources of corporations for their own ends. With the widespread failure of centrally planned socialist and communist economies, those who wish to use non-market forces to reallocate wealth now see great opportunity in the playing field that stakeholder theory opens to them. (...) The result is to undermine the foundations of value-seeking behavior that have enabled markets and capitalism to generate wealth and high standards of living worldwide."*³³⁰ Bij de analyse van Jensen passen wel twee kanttekeningen. Ten eerste was het door Jensen voorgestane criterium niet aandeelhouderwaarde, maar *"total firm value of the firm – that is the total market values of the equity, debt and any other contingent claims outstanding on the firm."*³³¹ Ten tweede had Jensen 'externalities' zoals milieuvervuiling weggeassumeerd in zijn analyse.³³² De standpunten van Jensen hadden dus eerder een normatief dan een feitelijk karakter.

Maatman gebruikte zijn redenering over botsende doelstellingen niet als argument om te pleiten voor een versterking van de formele zeggenschapspositie van aandeelhouders. Zijn opmerking had eerder het karakter van een waarschuwing: zonder verandering in de pluralistische oriëntatie van beursondernemingen op de belangen van al hun stakeholders zou het voor institutionele beleggers in hun rol van aandeelhouder in die ondernemingen moeilijk zijn

328. M.C. Jensen, 'Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function', *Journal of Applied Corporate Finance* 2001, no. 3, p. 8-21.

329. Ibid, p. 11.

330. Ibid, p. 21.

331. Ibid, p. 12.

332. Ibid, p. 11.

om hun verantwoordelijkheid te nemen in het houden van toezicht op bestuurders en commissarissen. In deze opmerking klonk de echo door van de eerdere opstelling van de Nederlandse pensioenfondsen in de discussie rond het Wetsvoorstel betwiste overnames medio jaren '90: een bereidheid om als stabiele groep 'kernaandeelhouders' op te treden mits de betreffende ondernemingen een beleid zouden voeren dat overwegend op hun belangen was gericht (zie §3.5 en §5.2). Maatman draaide de door de Code opgelegde verantwoordelijkheid aan institutionele beleggers als het ware om: institutionele beleggers zouden deze verantwoordelijkheid alleen op deugdelijke wijze kunnen nemen wanneer de beursgenoteerde ondernemingen zich meer naar hun belangen zouden gaan richten.

5.5.4 *Kabinetsreactie op de Code en wettelijke verankering van de Code*

Uit het bovenstaande volgt dat de reacties 'uit het veld' op de concept-Code overwegend positief waren, ook wat betreft de voorgestelde herpositionering van de AVA in het bestel van corporate governance. Minstens zo belangrijk, zo niet belangrijker, zou echter de reactie van het kabinet zijn. Als Minister van Financiën in het kabinet Paars II had Zalm immers al laten blijken dat hij vanwege achterblijvende opvolging van de aanbevelingen van de Commissie Peters door beursondernemingen alsnog veranderingen in de sector zou forceren, maar dan via wetgeving.³³³ Ook Zalm's opvolger Hoogervorst zat duidelijk op die lijn. Zijn oproep aan de sector in december 2002 om een nieuwe code op te stellen ging gepaard met een dreigement dat wetgeving zou volgen indien er niet snel resultaten behaald zouden worden. Tegen deze achtergrond en gegeven de hoog opgelopen maatschappelijke onvrede over vermeende wantoestanden rond beursondernemingen als Ahold was te verwachten dat het kabinet het werk van de Commissie Tabaksblat kritisch zou toetsen en op basis van daadwerkelijk gemeten effectiviteit een oordeel zou vellen over de vraag of de Code zowel voor wat betreft de inhoud als voor wat betreft de gekozen vorm het treffen van nadere regels via wetgeving overbodig zou maken.

Inmiddels was sinds de 'oproep' van Hoogervorst het kabinet Balkenende II (CVD, VVD, D66) aangetreden. Zalm keerde in dit kabinet terug als Minister van Financiën. Ondanks zijn eerdere reserves over de effectiviteit van zelfregulering bij beursgenoteerde ondernemingen liet hij kort na de publicatie van de concept-Code in juli 2003 al publiekelijk weten dat hij de concept-Code volledig onderschreef.³³⁴ Minister van Justitie Donner (CDA) was nog

333. Zie bijvoorbeeld de Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 13 over het kabinetsinitiatief voor een wettelijk agenderingsrecht voor aandeelhouders (zie §5.1.3).

334. Opgetekend in L. Timmerman, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *NJB* 2003, p. 1636.

eerder met zijn reactie. Tijdens een congres op 2 juli 2003, een dag na publicatie van de concept-Code, zei hij: *“De voorstellen van de commissie [de concept-Code, FO] zijn pas gisteren openbaar gemaakt. Het kabinet moet zich daarover nog buigen. Toch kan ik persoonlijk stellen dat zij in een vruchtbare richting wijzen; wat de inhoud betreft en zeker ook wat de wijze van invoering betreft.”*³³⁵ In meer algemene zin merkte hij op: *“Bij het bevorderen van behoorlijk ondernemingsbestuur en het tegengaan van misstanden gaat het om normering, begrenzing en het scheppen van verplichtingen en verantwoordelijkheden. Dat betreft echter een materie waar nationale en internationale overtuigingen kunnen botsen, waar opvattingen onder invloed van het publieke debat of internationale concurrentie sneller zullen wijzigen en waarbij niet steeds kan worden gewacht totdat nieuwe ideeën zijn uitgekristalliseerd. Voor uitwerking en detaillering van dergelijke normen leent de formele wet zich minder goed vanwege de grote rigiditeit. Bovendien, dit soort regels heeft in de praktijk een sterk aanzuigende werking: zij leiden tot nog meer regels en de daarmee gemoeide rechtsbescherming leidt tot een groeiende druk op de rechterlijke macht. En toch is er de roep om ook normen voor het ondernemingsbestuur vast te leggen. Dus zullen nieuwe regelgevingsconcepten moeten worden ontwikkeld, die het mogelijk maken dat zowel de overheid als ondernemingen zelf verantwoordelijkheid kunnen nemen voor de ontwikkeling van normen. De aanpak in de Europese Unie biedt een voorbeeld, maar ook de Commissie Tabaksblat (...) Die commissie illustreert het zelfregulerend vermogen in de samenleving. Een vermogen dat vaker moet worden aangesproken. Niet eenmalig, maar ook structureel. (...) Ook voor andere gebieden in het ondernemingsrecht is er behoefte aan nadere invulling op deze wijze. ook hierbij is ‘pas toe of leg uit’ een goed uitgangspunt. Ondernemingen kunnen voor andere oplossingen kiezen, maar die keuze moet goed worden gemotiveerd, zodat belanghebbenden kunnen beoordelen of het daadwerkelijk een beter passende oplossing is. De overheid kan belanghebbenden (aandeelhouders bijvoorbeeld) nimmer dwingen een oordeel te geven of in te grijpen. Maar de overheid kan er wel voor zorgen dat zij over de juiste informatie beschikken en de middelen hebben om eventueel in te grijpen.”*³³⁶

Bij nadere beschouwing blijkt het bovenstaand citaat van Donner een aantal interessante stellingnames te bevatten. Donner ging ervan uit dat er een wens dan wel een noodzaak voor het formuleren en handhaven van bepaalde gedragsnormen op het gebied van ondernemingsbestuur bestond. Hij zag wetgeving en zelfregulering als alternatieve methoden voor een dergelijke normstelling. Omdat wetgeving vanwege de rigiditeit minder geschikt zou zijn om in te

335. J.P.H. Donner, ‘Moet het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling worden doorgezet?’, voordracht gehouden op 2 juli 2003, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 398.

336. Ibid.

kunnen spelen op veranderende omstandigheden en uit vrees voor de overbelasting van het rechterlijk apparaat die naar verwachting bij handhaving van wetgeving zou optreden opteerde Donner voor normstelling via zelfregulering. Hiermee gaf hij indirect te kennen dat het kabinet ook mogelijk voor normstelling via wetgeving gekozen zou kunnen hebben indien het alternatief van zelfregulering niet voorhanden was geweest.

Een impliciete veronderstelling hierbij lijkt te zijn geweest dat de naleving van de via zelfregulering opgelegde normen geen probleem zou zijn omdat de betreffende gedragsregels door de sector zelf waren opgesteld. In het verlengde hiervan lijkt een tweede impliciete veronderstelling te zijn geweest dat belanghebbenden (zoals aandeelhouders) als vanzelf tot handhaving zouden overgaan indien de noodzaak hiertoe hen uit de beschikbaar gestelde informatie zou blijken. De rol van de wetgever kon in de visie van Donner dus beperkt blijven tot het vastleggen van de informatieplicht via een wettelijke verankering van het ‘pas toe of leg uit’-mechanisme, de naleving en handhaving zouden vanzelf volgen via een verondersteld rationeel proces dat vanuit alle belanghebbenden vanuit hun respectieve rationele belangen zou worden gedreven. Daarmee zou via deze vorm van zelfregulering de wenselijk geachte gedragsveranderingen in dezelfde mate zo niet nog beter bewerkstelligd kunnen worden dan via de band van wetgeving mogelijk zou zijn geweest en wel zonder dat de wetgever zelf in enige zin normstellend hoeft op te treden.

Het kabinet ging kort na de publicatie van de concept-Code ook over tot actie. Op 28 augustus 2003 diende Minister van Justitie Donner een Nota van Wijziging ten aanzien van het Wetsvoorstel structuurregeling in (zie ook §5.6.2 hierna).³³⁷ In deze nota van wijziging stelde Donner voor om de door de Commissie Tabaksblat bepleite wettelijke verankering van het ‘pas toe of leg uit’-mechanisme van de Code mogelijk te maken via een voorgesteld nieuw lid 4 bij artikel 2:391 BW. Dit initiatief werd als volgt toegelicht: *“Ook zelfregulering in de vorm van een corporate governance code kan ondersteund worden. Daarbij wordt overwogen dat een dergelijke code snel aan te passen moet zijn aan nieuwe maatschappelijke ontwikkelingen. De commissie-Tabaksblat heeft voorgesteld de regel «pas toe of leg uit» voor beursgenoteerde vennootschappen wettelijk te verankeren in boek 2 BW. Het aantrekkelijke van deze gedachte is dat op deze wijze bestuurders en commissarissen van ondernemingen verplicht worden verantwoording af te leggen over de naleving van door het bedrijfsleven zelf ontwikkelde gedragsregels en bovendien*

337. Tweede nota van wijziging bij het wetsvoorstel tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling van 28 augustus 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 31. Zie hierna §5.6.

*een instrument wordt geschapen dat het mogelijk maakt die regels regelmatig aan te passen aan nieuwe ontwikkelingen.*³³⁸

Het voorgestelde artikel 2:391 lid 4 BW bevatte een delegatiebepaling. De voorschriften waarover beursgenoteerde ondernemingen nader zouden moeten rapporteren in hun jaarverslag zouden moeten worden aangewezen bij algemene maatregel van bestuur. Tijdens een wetgevingsoverleg met de vaste commissie van justitie van de Tweede Kamer liet Donner weten dat de keuze om bij nota van wijziging een wettelijke verankering voor een code in te stellen nog niet een definitieve keuze voor de (concept-)Code inhield. De timing van het voorstel was volgens Donner ingegeven door de wens van het kabinet om snelheid in het wetgevingsproces te behouden: wanneer pas na de vaststelling van de definitieve Code een wetsvoorstel met betrekking tot het verschaffen van een wettelijke basis voor de Code zou worden ingediend zou volgens Donner te veel tijd verloren gaan. Om dezelfde reden wilde Donner niet, zoals GroenLinks voorstelde, een debat in de Tweede Kamer over de nog vast te stellen definitieve Code afwachten. In plaats daarvan stelde Donner voor om vooruitlopend op de definitieve Code alvast in een wettelijke verankering van een nog aan te wijzen code te voorzien, daarna na vaststelling van de definitieve Code de Tweede Kamer bij brief over het standpunt van het kabinet ten aanzien van de Code te informeren en tot slot de aanwijzing van de Code bij AMvB via de voorhangprocedure te laten verlopen.³³⁹

Ook verzekerde Donner tijdens hetzelfde wetgevingsoverleg dat de voorgestelde keuze voor zelfregulering via een code – aangenomen dat de definitieve versie van de concept-Code als zodanig zou worden aangewezen – nog geen definitieve uitsluiting van nadere wettelijke maatregelen op het door de Code bestreken terrein behelsde. Donner zei hierover in reactie op vragen vanuit GroenLinks en PvdA: *“Het kabinet claimt alle ruimte om wettelijk te regelen wat zij wettelijk meent te moeten regelen, ook al staat in de code iets anders. (...) Het kabinet wil eerst het einde van de discussie binnen de commissie-Tabaksblat afwachten en daarna beslissen hoe te werk moet worden gegaan. Met deze verwijzing zeg ik allerm minst dat het kabinet haar handen ervan af trekt. Als wij het echter nu niet doen [het invoeren van de mogelijkheid tot wettelijke verankering van de Code, FO], hebben wij voorlopig geen basis voor de code en is er helemaal geen systeem. Met de voorliggende verwijzing leg ik een bodem in het geheel. Dit laat onverlet dat er zo nodig verder wettelijke regels kunnen komen. Het kabinet wil alleen eerst afwachten hoe het loopt met de code.”*³⁴⁰ In zijn antwoord op een andere vraag

338. Ibid, p. 4.

339. Verslag van een wetgevingsoverleg over het wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 21-25.

340. Ibid, p. 25.

gaf Donner evengoed een duidelijk schot voor de boeg op wat de verdere rol van de wetgever in zijn ogen zou zijn: *“Wat geldt, is dat niet in algemene regels voor alle bedrijven en situaties kan worden aangegeven wat het juiste beleid is. Er komen een aantal uitgangspunten [in een code, FO] waarbij ieder bedrijf moet aangeven hoe het daarmee omgaat. Daarin ligt besloten dat de wetgever niet al die regels gaat overnemen. Dan zou deze namelijk de code gaan codificeren met allerlei regelgeving van dien. Dan moet er namelijk ook voorzien worden in het toezicht door de overheid op de naleving van die regelgeving. Dat zou een foute ontwikkeling zijn.”*³⁴¹

De toegezegde brief met het kabinetsstandpunt over de definitieve Code kwam er op 1 maart 2004.³⁴² In deze reactie maakte het kabinet duidelijk dat zij de inhoud van de Code onderschreef en dat zij voornemens was om de Code bij AMvB integraal en ongewijzigd aan te wijzen als de gedragscode in de zin van het voorgestelde artikel 2:391 lid 4 BW. Wel stelde het kabinet voor om een *“Monitoring Commissie”* in te stellen om te rapporteren over de naleving van de Code. Het kabinet kondigde in het verlengde van de aanbevelingen van de Commissie Tabaksblat nog bepaalde wetgevingsinitiatieven aan, een en ander in aanvulling op de wijzigingen die reeds op basis van de concept-Code in het Wetsvoorstel structuurregeling waren ingezet (zie hierna §5.6). De aangekondigde wetgevingsinitiatieven zagen vooral op aanvullende regels omtrent financiële verslaggeving en waarborgen daaromtrent in de vorm van voorstellen voor een Wet toezicht accountantsorganisaties en een Wet toezicht financiële verslaggeving. Ook werden fiscale maatregelen aangekondigd om excessieve bezoldiging van bestuurders verder te ontmoedigen. Het kabinet kondigde ook een aantal maatregelen op het gebied van het ondernemingsrecht aan, waaronder een wetsvoorstel ter facilitering van proxy solicitation en een wetsvoorstel met betrekking tot het mogelijk maken van digitale deelname aan AVA's. Deze voorstellen waren ingegeven door de wens van het kabinet om een *“effectieve aandeelhoudersinbreng”* te bevorderen teneinde de participatiegraad van aandeelhouders in besluitvorming op AVA's substantieel te verhogen.³⁴³ Ook gaf het kabinet te kennen dat zij een aantal door de Commissie Tabaksblat voorgestelde technische aanpassingen op detailonderwerpen in Boek 2 BW over zou nemen. Overigens werden niet alle voorstellen van de Commissie Tabaksblat door het kabinet overgenomen: de door de Commissie Tabaksblat bepleite invoering van een bestuursverbod werd door het kabinet afgezwakt naar een onderzoeksvoornemen via een ‘interdepartmentale werkgroep bestuursverbod.’³⁴⁴

341. Ibid, p. 24.

342. Brief van Minister van Financiën Zalm, Minister van Justitie Donner en Minister van Economische Zaken Brinkhorst aan de Tweede Kamer van 1 maart 2004 houdende de kabinetsreactie op de Code Tabaksblat, *Kamerstukken II*, 2003/04, 29 449, nr. 1.

343. Ibid, p. 13-14.

344. Ibid, p. 17-18.

De kern van de kabinetsreactie op de Code bestond uit het standpunt van het kabinet over zelfregulering in het algemeen en de Code in het bijzonder: *“In aanvulling op de effectenrechtelijke regels – die met name door publicatie- en transparantieplichtingen voorzien in de bescherming van de positie van de beleggers op de financiële markten – kiest het kabinet ten aanzien van de bestuurlijke inrichting van beursgenoteerde vennootschappen voor ‘wettelijk verankerde zelfregulering’ als aanvulling op en nadere invulling van het wettelijk raamwerk. Aan deze keuze ligt ten grondslag dat naar de mening van het kabinet het vennootschapsrecht een instrument is dat het voor de ondernemer mogelijk moet maken om, met inachtneming van de regels ten aanzien van betrouwbaarheid en bescherming van derden, op een zo efficiënt mogelijke manier aan zijn bedrijf juridisch vorm te geven. Als gevolg daarvan verschillen vennootschappen qua structuur en inrichting sterk van elkaar. Vennootschappen kennen een verschillende historische ontwikkeling, een verschillende aandeelhoudersstructuur en -spreiding, en verschillen in de mate van internationalisering, complexiteit en omvang. Zelfregulering kan hier bij sommige onderwerpen beter rekening mee houden dan de wet. Een ander argument voor de keuze voor een gedragscode – boven wetgeving – is dat de veranderingen op de internationale financiële markten snel gaan, waardoor de maatschappelijke perceptie over wat deugdelijk ondernemingsbestuur is, snel kan veranderen. Wetgeving loopt vaak achter de feiten aan en is een codificatie van ‘minimumnormen’ waarover de samenleving het eens is. Een code biedt een vennootschap maatwerk en flexibiliteit.”*³⁴⁵ In de aanbiedingsbrief bij de nota werd hierover nog opgemerkt dat de Code een belangrijke bijdrage zou kunnen leveren aan *“de concurrentiepositie van en het herstel van vertrouwen in het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven.”*³⁴⁶ In de kern gezien waren dit dezelfde argumenten die eerder al door Donner waren opgevoerd in zijn voordracht over de concept-Code.³⁴⁷ Het toenmalige kabinetsstandpunt ten aanzien van zelfregulering in het ondernemingsrecht lijkt dus niet zozeer te zijn ingegeven door de VVD, maar door het CDA.³⁴⁸

345. Ibid, p. 8-9.

346. Ibid, p. 2-3.

347. Donner 2003, p. 397-398.

348. Ook vanuit de Tweede Kamerfractie van het CDA is in de persoon van kamerlid (Jan) de Vries nadrukkelijk gepleit voor zelfregulering. Illustratief zijn de opmerkingen van De Vries tijdens het algemeen overleg tussen de vaste commissies van Financiën, Economische Zaken en Justitie enerzijds en Ministers Zalm en Donner anderzijds over de kabinetsreactie op de Code dat op 24 juni 2004 plaatsvond. Zie het verslag van 11 augustus 2004, *Kamerstukken II*, 2003/04, 29 449, nr. 2., p. 3-5.

Uiteindelijk zou de aanwijzing van de Code als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 4 BW zonder noemenswaardige oppositie in december 2004 haar beslag krijgen.³⁴⁹ Vanaf dat moment zou moeten blijken in hoeverre de Code zich in de praktijk als een daadwerkelijk effectief instrument zou kunnen bewijzen. Opmerkelijk genoeg werd de Code echter reeds in de kabinetsnota 'Bruikbare Rechtsorde' van april 2004 reeds aangehaald als geslaagd voorbeeld van een 'moderne' en op de eigen verantwoordelijkheid van de burger georiënteerde wijze van regulering.³⁵⁰ De Code werd vanuit het perspectief van de regering dus als een succes bestempeld zonder dat op dat moment enig gegeven over de daadwerkelijke effectiviteit van de Code beschikbaar was.³⁵¹ Deze stelling was ook opmerkelijk in het licht van de kenbare worsteling binnen de ondernemingsrechtswetenschap met de Code, in het bijzonder voor wat betreft de inbedding van de Code in het bestel van normen en gedragsregels binnen het ondernemingsrecht, de verhouding tussen de Code en wetgeving en de wijze waarin de bepalingen van de Code al dan niet zouden doorwerken via rechtspraak van de gewone rechter en de Ondernemingskamer.³⁵² Gegeven de constatering ten aanzien van de effectiviteit van de aanbevelingen van de Commissie Peters en gegeven de kennelijke onzekerheid binnen het ondernemingsrechtelijke vakgebied zou een meer diepgaande analyse over de plaats, rol en inbedding van zelfregulering in het ondernemingsrecht te verwachten zijn geweest.³⁵³

349. Zie voor een verslag van het algemeen overleg van 1 december 2004 waarin de ontwerp-AMvB tot aanwijzing van de Code als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 4 BW vanwege de voorhangprocedure is besproken *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 449, nr. 4.

350. Brief van Minister van Justitie Donner aan de Tweede Kamer van 21 april 2004 houdende Nota Bruikbare Rechtsorde, *Kamerstukken II*, 2003/04, 29 279, nr. 9, p. 13 (kader).

351. Hierover Overkleef 2015a.

352. In deze zin S.M. Bartman, 'De Code-Tabaksblat; een juridisch lichtgewicht', *Ondernemingsrecht* 2004, 41 en M. Das, 'Geldt de Code?', *Ondernemingsrecht* 2004, 42. Zie voor soortgelijke vragen naar aanleiding van de concept-Code Den Boogert 2003, p. 406-407 en p. 412-413 en Timmerman 2003b, p. 1637-1639. Een uitgebreidere analyse geeft M.J.G.C. Raaijmakers, 'Zelfregulering van corporate governance van beursondernemingen', *WPNR* 2004 (6563), p. 67-81. Een repliek op de in deze stukken opgeworpen vragen is J.W. Winter, 'In Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance', in H.E. Boschma et al (reds.), *LT: verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman*, IVO-reeks nr. 44, Deventer: Kluwer 2003, p. 331-342. Zie voor de reactie van Minister van Justitie Donner de Nadere Memorie van Antwoord bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 4 juni 2004, *Kamerstukken I*, 2003/04, 28 179, D, p. 1-4.

353. Ook lijkt geen verbinding te zijn gelegd met de bredere discussie over zelfregulering die in de jaren '80 en '90 in Nederland is gevoerd, in het bijzonder in de context van wetgevingsleer en wetgevingsbeleid. Zie voor een overzicht G. Overkleef-Verburg, *De Wet persoonsregistraties: norm, toepassing en evaluatie*, diss. Tilburg 1995, Deventer: Kluwer 1995, p. 327-373.

HOOFDSTUK 5

Dat het kabinet zich op voorhand schaarde achter de vorm en techniek van zelfregulering zoals voorgesteld door de Commissie Tabaksblad was bepaald opvallend. Waar de kennelijke overtuiging van het kabinet dat de Code wat betreft effectiviteit een beter lot beschoren zou zijn dan de aanbevelingen van de Commissie Peters op was gebaseerd, was niet duidelijk. Met betrekking tot de positie van aandeelhouders stelde het kabinet weliswaar aanpalende maatregelen voor zoals een wetsvoorstel over proxy solicitation en een wettelijke plicht voor institutionele beleggers om een beleid ten aanzien van het uitoefenen van de zeggenschapsrechten op de door hen gehouden aandelen te ontwikkelen,³⁵⁴ maar deze maatregelen waren in hoofdzaak faciliterend van aard. De kennelijke verwachting was dat aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, wel op deugdelijke en effectieve wijze hun verantwoordelijkheid zouden nemen als het hen makkelijker gemaakt zou worden om hun rechten uit te oefenen.

De stelligheid waarmee het kabinetsstandpunt over de verhouding tussen wetgeving en zelfregulering ten aanzien van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen was omgeven enerzijds en de afwezigheid van een kenbare onderliggende analyse over de verwachte effecten anderzijds doet vermoeden dat het door het kabinet uitgedragen standpunt ook in zekere mate vanuit een politieke – of ideologische oriëntatie is ingegeven. De door het kabinet voorgestane opstelling tegenover de sector van beursgenoteerde ondernemingen vertoont in meer algemene zin wel gelijkenissen met de calvinistische benadering van ‘soevereiniteit in eigen kring’ van Kuiper en Dooyeweerd waarin Donner vanuit zijn VU-achtergrond was geschoold.³⁵⁵ Ook kan bij deze opstelling een zeker verband met het credo “*Meedoen, meer werk en minder regels*” van het toenmalige kabinet Balkenende II met de focus op het verlagen van regeldruk en op de eigen verantwoordelijkheid van burgers in het publiek domein worden gezien.³⁵⁶

In een interview uit januari 2004 liet Minister van Justitie Donner zich ook in deze zin uit: “*Bij de normen en waarden-problematiek gaat het niet primair om wetgeving en recht. Dat vind ik een belangrijk inzicht. Bij behoorlijk ondernemingsbestuur dient het ook niet primair om wetgeving te gaan.*”

354. Brief van Minister van Financiën Zalm, Minister van Justitie Donner en Minister van Economische Zaken Brinkhorst aan de Tweede Kamer van 1 maart 2004 houdende de kabinetsreactie op de Code Tabaksblad, *Kamerstukken II*, 2003/04, 29 449 nr. 1, p. 14.

355. Zie voor een inleiding in deze benadering A. Soeteman, ‘Soevereiniteit in eigen kring’, *AAe* 2013, p. 160-165, in het bijzonder p. 163-164.

356. Zie het hoofdlijnenakkoord van het kabinet Balkenende II zoals gerapporteerd in een brief van de informateurs aan de Tweede Kamer van 16 mei 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 637, nr. 19, p. 9 (“*De overheid kan wetten en regels niet handhaven als burgers en bedrijven zich daarvoor niet in de eerste plaats zelf verantwoordelijk achten.*”).

Van belang vind ik het inzicht dat bij goed ondernemingsbestuur de mentaliteit van de ondernemers en hun ethiek een belangrijke rol spelen. Neem Enron eens. De fraude die daar is begaan had men niet met gedetailleerde wetgeving kunnen voorkomen. De Code Tabaksblat is zo 'n interessant verschijnsel, omdat dat ook geen wetgevend instrument is. Ik vind het van belang dat er een oriëntatie plaatsvindt op hetgeen behoorlijk ondernemingsbestuur is buiten de wet om. Niet alles moet meteen in een juridisch keurslijf gegoten worden. In dit verband hecht ik er ook aan dat het functioneren van de organen van de vennootschap, zoals de aandeelhoudersvergadering en de raad van commissarissen, wordt verbeterd. Deze organen moeten hun eigen verantwoordelijkheid nemen, eigen lijnen uitzetten. Ik heb liever dat controle ligt bij de algemene vergadering van aandeelhouders dan bij de wetgever, rechter of overheid. In het geval men de controle bij de overheid legt, wordt het direct juridische controle.”³⁵⁷

Hoe dan ook, vast staat dat het kabinet de Code nadrukkelijk heeft onderschreven en dat de voorgestelde wettelijke maatregelen er hoofdzakelijk toe strekten om de verwezenlijking van de door de Commissie Tabaksblat voorgestane veranderingen in de praktijk rond beursgenoteerde ondernemingen te bevorderen. In feite identificeerde het kabinet zich dus met de analyse van de Commissie Tabaksblat over wat er in het stelsel van checks & balances bij beursvennootschappen aan schortte en wat er nodig zou zijn om dit stelsel te verbeteren.

5.6 Uitwerking in wetgeving

5.6.1 *Het eerste Wetsvoorstel structuurregeling*

Deze paragraaf gaat verder waar §5.2 ophield, namelijk bij de indiening van het Wetsvoorstel structuurregeling op 8 januari 2002.³⁵⁸ Het wetsvoorstel bevatte zowel voorstellen tot herziening van de structuurregeling in het verlengde van het advies van de SER als ook een aantal voorstellen met betrekking tot de positie van aandeelhouders die zich ook tot niet-structuurvennootschappen uitstrekten. De belangrijkste voorstellen in de tweede categorie hadden betrekking op een goedkeuringsrecht van de AVA voor bepaalde majeure bestuursbesluiten (voorgesteld artikel 2:107a BW), een recht van houders van een pakket aandelen met een bepaalde omvang om onderwerpen op de agenda voor een AVA te

357. L. Timmerman & S.J. Spanjaard, 'Interview met minister Donner over de herziening van het Nederlandse vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2004, 2, p. 2.

358. Zie over de eerste versie van dit wetsvoorstel M.W. Josephus Jitta, 'Schuitje varen, theetje drinken, varen wij door het polderland', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 74-82. Josephus Jitta toonde zich in deze bespreking kritisch over het voorstel dat volgens hem werd gekenmerkt door een laag ambitieniveau (p. 74).

HOOFDSTUK 5

doen plaatsen (voorgesteld artikel 2:114a BW) en een aanspraak van certificaathouders op een stemvolmacht van het betreffende STAK om voor een specifieke AVA op de door de STAK gehouden onderliggende aandelen te kunnen stemmen met uitzondering van AVA's in 'oorlogstijd' (voorgesteld artikel 2:118a BW). De voorgestelde artikelen 2:114a BW en artikel 2:118a BW lagen in een rechtstreeks verlengde van de aanbevelingen van de Commissie Peters van de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Peters.³⁵⁹ De aanzet voor het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW was afkomstig van de SER. De SER had ook positief geadviseerd over een agenderingsrecht en – zij het in afwijkende vorm – een vorm van stemrechtuitoefening door certificaathouders.³⁶⁰

De voorgestelde regeling in artikel 2:107a BW strekte ertoe dat een besluit van het bestuur van een N.V. de goedkeuring van de AVA zou behoeven indien het besluit één van de drie genoemde kwantitatieve criteria in het artikel zou overschrijden. Praktisch gezien zou het daarbij gaan om (a) een besluit tot verkoop van de gehele onderneming of vrijwel de gehele onderneming, (b) een besluit tot het aangaan of verbreken van een duurzame samenwerking van de N.V. met een andere rechtspersoon wanneer deze samenwerking of verbreking van een *“ingrijpende betekenis”* voor de N.V. zou zijn (bijvoorbeeld in geval van het aangaan van een *‘joint venture’* met een andere onderneming) of (c) een besluit tot het nemen of afstoting van een deelneming door de N.V. of een dochtervennootschap ter waarde van minstens een derde van het bedrag van de activa volgens de geconsolideerde balans met toelichting uit de laatste jaarrekening van de N.V.. In de Memorie van Toelichting werd over de strekking van dit artikel het volgende opgemerkt: *“De aandeelhouder behoort te worden geraadpleegd als het door de raad van commissarissen goedgekeurde besluit zo ingrijpend is dat gezegd kan worden dat het de aard van het aandeelhouderschap wijzigt: hij gaat als het ware kapitaal verschaffen aan een wezenlijk andere vennootschap.”*³⁶¹ In artikel 2 van artikel 2:107a BW was wel voorgesteld dat het ontbreken van een dergelijk goedkeuringsbesluit de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur of van de bestuurders niet zou aantasten. Het voorgestelde goedkeuringsrecht was dus bedoeld als een interne aangelegenheid tussen de vennootschapsleiding en de aandeelhouders van de vennootschap.

359. Nota kabinetsreactie op Monitoring Commissie Peters 1998, *Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8.

360. SER-advies structuurregeling 2001, p. 83-87.

361. Memorie van Toelichting bij Wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling van 8 januari 2002, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 19.

Op grond van het voorgestelde artikel 2:114a BW zou een aandeelhouder of een groep van aandeelhouders die individueel of tezamen minstens 1% van het geplaatste kapitaal van een Nederlandse naamloze vennootschap vertegenwoordigen bevoegd zijn om het bestuur van de vennootschap te verzoeken om één of meer onderwerpen op de agenda voor de eerstvolgende algemene vergadering van aandeelhouders te plaatsen. Bij beursgenoteerde vennootschappen zou naast de 1% grens een alternatieve ontvankelijkheidsdrempel gelden voor een of meer aandeelhouders wier aandelen een marktwaarde van minstens EUR 50 miljoen vertegenwoordigen. Beide drempels voor ontvankelijkheid zouden in de statuten op een lager percentage c.q. een lagere waarde kunnen worden gesteld (artikel 2:114a lid 3 BW). Op grond van artikel 2:114a lid 4 BW zouden certificaathouders wat betreft het agenderingsrecht met aandeelhouders gelijk worden gesteld.

Het voorgestelde artikel 2:114a BW stelde geen eisen aan de inhoud van het agenderingsverzoek. Wel bevatte de regeling twee formele vereisten: het agenderingsverzoek moest schriftelijk worden gedaan en het zou uiterlijk zestig dagen voor de betreffende aandeelhoudersvergadering door de vennootschap moeten zijn ontvangen (artikel 2:114a lid 1 BW). Een agenderingsverzoek dat aan bovengenoemde vereisten voldoet, zou moeten worden gehonoreerd, tenzij een “zwaarwichtig belang van de vennootschap” zich tegen agendering zou verzetten (voorgesteld artikel 2:114a lid 1 BW, laatste zin). Eenzelfde maatstaf was al eerder in het BW opgenomen bij het informatierecht van de AVA (artikel 2:107 lid 2 BW/2:217 lid 2 BW). De invulling van deze weigeringsgrond was blijkens de wetsgeschiedenis in de context van artikel 2:114a BW evenwel anders. Waar de weigeringsgrond van artikel 2:107 lid 2 BW (mede) een inhoudelijke component kan bevatten (bijvoorbeeld in het geval waarin het verstrekken van bepaalde informatie aan de AVA de concurrentiepositie van de vennootschap zou schaden), werd de “zwaarwichtig belang” maatstaf bij artikel 2:114a BW in het Wetsvoorstel blijkens de Memorie van Toelichting vooral als een formele toetsingsgrond gezien: *“Bij de weigering een onderwerp toe te voegen aan de agenda dient het belang van de vennootschap voorop te staan. ‘Zwaarwichtig’ betekent dat een weigering niet snel gerechtvaardigd zal zijn. Afwijzing van een verzoek om agendering is denkbaar indien een reeks agendapunten lijkt te zijn voorgesteld, uitsluitend met als doel de vergaderorde ernstig te verstoren.”*³⁶² In de Nota naar aanleiding van het Verslag werd hier later nog aan toegevoegd dat van een zwaarwichtig belang van de vennootschap ook sprake zou zijn indien een aandeelhouder om agendering van een

362. Ibid, p. 21.

HOOFDSTUK 5

buitensporig groot aantal agendapunten heeft verzocht.³⁶³ Verdere voorbeelden zijn tijdens de parlementaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling niet aan de orde gekomen: de wetgever vertrouwde er gelet op de gelijke formulering van de “zwaarwichtig belang” maatstaf met artikel 2:107 lid 2 BW op “*dat de praktijk met deze formulering ook uit de voeten kan.*”³⁶⁴ Uit deze passages wordt duidelijk dat de wetgever in beginsel een restrictieve toepassing van deze weigeringsgrond voor ogen stond.

De leidende gedachte bij het agenderingsrecht lijkt de wens te zijn geweest om het functioneren van de AVA als podium van informatieuitwisseling tussen de vennootschapsleiding en de aandeelhouders te verbeteren.³⁶⁵ Dit was ook de strekking van de voorloper van het agenderingsrecht zoals geformuleerd door de Commissie Peters en het advies over het agenderingsrecht van de SER. In zoverre was met het agenderingsrecht niet zozeer bedoeld om een nieuw recht voor aandeelhouders in te voeren, maar eerder om de reeds bestaande verhouding tussen bestuur en aandeelhouders nader in te vullen. Leidend is daarbij geweest de gedachte dat de algemene vergadering van aandeelhouders – mede gezien de verantwoordingsfunctie daarvan – de plaats is voor gedachtewisseling tussen bestuur en de aandeelhouders. Door aandeelhouders de mogelijkheid te geven om zelf gespreksonderwerpen voor deze gedachtewisseling aan te dragen, kan de dialoog tussen bestuur en aandeelhouders en daarmee het functioneren van de algemene vergadering van aandeelhouders als verantwoordingsinstrument worden bevorderd.

Illustratief voor deze benadering is de volgende passage uit de Memorie van Toelichting: “*Het recht op agendering raakt vooral de kapitaalverschaffers van een naamloze vennootschap omdat in dergelijke vennootschappen een sterk verspreid aandelenkapitaal kan zijn ontstaan, zeker als de aandelen ter beurse genoteerd zijn. Vooral in deze vennootschappen wordt de behoefte gevoeld aan een verbetering van de relatie tussen de kapitaalverschaffers en het bestuur.*”³⁶⁶ Deze ‘verbetering van de relatie’ zag in de eerste plaats op het bevorderen dat meer aandeelhouders actief in de aandeelhoudersvergadering zouden gaan participeren om zodoende een meer zinvolle invulling aan de dialoog in de AVA te geven. In de tweede plaats moest het agenderingsrecht de aandeelhouders in

363. Nota naar aanleiding van het Verslag van 17 juni 2002 bij Wetsvoorstel structuurregeling, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 24.

364. *Ibid.*, p. 27.

365. Zie bijvoorbeeld Memorie van Toelichting bij Wetsvoorstel structuurregeling, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 7: “*Ook de rol van de algemene vergadering als podium voor informatieuitwisseling kan worden verbeterd. Daarop ziet onder meer het agenderingsrecht, dat in dit wetsvoorstel is opgenomen.*”

366. *Ibid.*, p. 12.

staat stellen om van hun nieuwe rechten in het kader van de aangepaste structuurregeling uit te oefenen, in het bijzonder het recht om bij besluit het bindend karakter van een voordracht tot benoeming van een nieuw lid van de RvC te ontnemen (voorgesteld artikel 2:158 lid 9 BW) en het recht tot 'heenzending' van de RvC (voorgesteld artikel 2:161a BW). Aangezien de AVA bij gebreke van een daartoe strekkend agendapunt op een AVA niet tot besluitvorming zou kunnen komen was hiervoor een aanvullende maatregel in de vorm van het agenderingsrecht voor nodig.³⁶⁷

De regeling inzake de stemvolmachtverlening aan houders van certificaten in beursgenoteerde ondernemingen zoals voorgesteld in artikel 2:118a BW³⁶⁸ behelsde een compromis. De regeling beoogde enerzijds een directe participatie van certificaathouders in de besluitvorming in de AVA te stimuleren door administratiekantoren wettelijk te verplichten om in 'vredestijd' desverzocht een stemvolmacht aan de certificaathouder te verschaffen, maar de regeling strekte anderzijds tot behoud van de praktijk van certificering als beschermingsconstructie door te bepalen dat aan certificaathouders geen aanspraak op een stemvolmacht zou toekomen in 'oorlogstijd'. Het onderscheid tussen vrede- en oorlogstijd – kort gezegd de situatie waarin de vennootschap voorwerp is van een aangekondigd of reeds uitgebracht ongeïnviteerd overnamebod of de situatie waarin een certificaathouder alleen of gezamenlijk met anderen een belang van meer dan 25% in het kapitaal van de vennootschap verkrijgt – was eerder al voorgesteld door de Commissie Peters.³⁶⁹ De beperking ten aanzien van gevallen in oorlogstijd zou niet gelden voor administratiekantoren die door aan de onderneming verbonden partijen zoals bestuurders of oud-bestuurders werden gecontroleerd (voorgesteld artikel 2:118a lid 3 BW). Alleen administratiekantoren met een in meerderheid onafhankelijk bestuur zouden in de in artikel 2:118a lid 2 BW beschreven gevallen van 'oorlog' een beroep op deze wettelijke weigeringsgrond mogen doen.

Dit nam niet weg dat de regeling vanuit het perspectief van de certificaathouders een wezenlijk subjectief element bevatte: het voorgestelde artikel 2:118a lid 2 BW stond ook toe dat de volmacht geweigerd zou kunnen worden in het geval dat het administratiekantoor van oordeel zou zijn dat de uitoefening

367. Ibid, p. 10: *“De rechten van de algemene vergadering ten aanzien van de benoeming en het ontslag van de leden van de raad van commissarissen noodzaken tot het opnemen van een agenderingsrecht in dit voorstel. Daarom wordt voor dit onderwerp geen afzonderlijk wetsvoorstel ingediend.”*

368. Zie over dit voorstel F.J.P. van den Ingh, 'Stemrecht voor certificaathouders in beursgenoteerde vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 82-87.

369. Zie voor een reprise L. Timmerman, 'Oorlog en vrede buiten en in het vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 145.

van het stemrecht door de certificaathouder “*wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.*” Voor deze formulering was aansluiting gezocht bij het Wetsvoorstel betwiste overnames waarin dit criterium ook was voorgesteld.³⁷⁰ Tijdens de eerste schriftelijke beoordelingsronde van het wetsvoorstel kwamen dan ook veel vragen over de voorgestelde regeling.³⁷¹ Om aan een deel van de kritiek tegemoet te komen werd in een eerste Nota van Wijziging van 17 juni 2002 de regeling over stemvolmachtbeperking in oorlogstijd van artikel 2:118a lid 2 BW aangevuld met een informatie- en motiveringsplicht voor het bestuur van het administratiekantoor over het besluit om vanwege een oorlogssituatie desgevraagd geen stemvolmacht te verstrekken.³⁷² De meer fundamentele vragen over de samenhang tussen de voorgestelde regeling van artikel 2:118a BW enerzijds en het Wetsvoorstel betwiste overnames en het rapport van de High Level Group over de uitgangspunten van een nieuwe Dertiende Richtlijn anderzijds werden wat inhoudend beantwoord.³⁷³ Volgens het kabinet bestond er geen tegenstelling tussen de voorgestelde regeling waarmee in feite een bestaande beschermingsconstructie wettelijk zou worden gesanctioneerd en de andere genoemde voorstellen waarin juist voor het kunnen doorbreken van beschermingsconstructies werd gepleit. Deze opstelling gaf blijk van een zekere terughoudendheid om ten aanzien van het politiek gevoelige thema van beschermingsconstructies al te grote stappen te zetten.

De overige onderdelen van het Wetsvoorstel structuurregeling, met name de onderdelen die zagen op de aanpassing van de structuurregeling zelf, bleven dicht bij de voorstellen van de SER.³⁷⁴ Dit gold in het bijzonder voor de voorgestelde aanpassing van de regeling tot benoeming en ontslag van leden van de RvC in structuurvennootschappen (aangepast artikel 2:158 BW en een nieuw artikel 2:161a BW). Commissarissen zouden worden benoemd door de AVA, maar deze benoeming zou alleen kunnen geschieden op basis van een bindende voordracht door de RvC. Voor deze bindende voordracht zouden zowel de AVA als de ondernemingsraad elk een aanbeveling aan de RvC kunnen doen voor de personen die door de RvC voor benoeming voorgedragen zouden worden.

370. Memorie van Toelichting bij Wetsvoorstel structuurregeling, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 25.

371. Zie de Nota n.a.v. het verslag bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 17 juni 2002, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 9-13 en p. 28-33.

372. Eerste nota van wijziging bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 17 juni 2002, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 6, p. 1-2.

373. Nota n.a.v. het verslag bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 17 juni 2002, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 10-11.

374. In deze zin ook Josephus Jitta 2002, p. 74 die sprak van een groot “*don't rock the boat-gehalte*” ten opzichte van “*de moeizaam bereikte overeenstemming in het SER-advies*”.

Ten aanzien van het aanbevelingsrecht van de ondernemingsraad was specifiek bepaald dat 1/3 van de leden van de RvC op aanbeveling van de ondernemingsraad door de RvC op de bindende voordracht geplaatst zouden moeten worden. De RvC zou een aanbeveling van de ondernemingsraad naast zich neer mogen leggen indien de verwachting zou bestaan dat de aanbevolen persoon ongeschikt zou zijn als commissaris of indien de RvC als geheel niet naar behoren zou zijn samengesteld indien de aanbevolen persoon zou worden benoemd. Voor de beslechting van geschillen over een dergelijk bezwaar was voorzien in een specifieke rechtsgang naar de Ondernemingskamer. Voor de AVA was geen soortgelijke regeling opgenomen. Wel kon de AVA de door de RvC opge maakte voordracht afwijzen, zij het dat daarvoor een meerderheid van 2/3 van de uitgebrachte stemmen die tenminste 1/3 van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen voor nodig was (voorgesteld artikel 2:158 lid 9 BW). Het gevolg van een dergelijke afwijzing zou beperkt zijn: de RvC zou enkel een nieuwe voordracht op moeten maken. Met de voorgestelde regeling bleef het uitgangspunt van geconditioneerde coöptatie van de RvC in structuurvennootschappen dus in zekere mate gehandhaafd. Weliswaar kreeg de AVA een recht van benoeming en een recht van aanbeveling, maar vanwege de bevoegdheidsverdeling rond de bindende voordracht, de hoge drempel voor het afwijzen van een voordracht en de zachtheid van de gevolgen van een dergelijke afwijzing bleef de feitelijke controle over het benoemingsproces overwegend bij de RvC zelf.

Wat betreft ontslag van leden van de RvC in structuurvennootschappen kreeg de AVA niet de bevoegdheid om individuele commissarissen te ontslaan, maar werd een nieuwe bevoegdheid voorgesteld op grond waarvan de AVA de voltallige RvC heen zou kunnen zenden door bij besluit het vertrouwen in de RvC op te zeggen (artikel 2:161a BW). Voor een dergelijk besluit zouden dezelfde meerderheidseisen gelden als een besluit tot afwijzing van een bindende voordracht. Een besluit tot het opzeggen van het vertrouwen in de RvC zou een onmiddellijk ontslag van alle commissarissen tot gevolg hebben (artikel 2:161a lid 3 BW). De AVA zou echter niet zelf in de vervanging van de ontslagen commissarissen kunnen voorzien: de Ondernemingskamer zou op verzoek van het bestuur een of meer tijdelijke commissarissen benoemen, welke commissarissen vervolgens zouden moeten bevorderen dat binnen een door de Ondernemingskamer te stellen termijn een nieuwe RvC zou worden benoemd conform de reguliere benoemingsregeling van artikel 2:158 BW. Dit zou inhouden dat de door de Ondernemingskamer benoemde tijdelijke commissarissen verantwoordelijk zouden zijn voor het opstellen van de voor benoeming noodzakelijke bindende voordracht, een punt waarop het wetsvoorstel afweek van het SER-advies.³⁷⁵ Zodoende kreeg de AVA wel een ultimatum remedium aangereikt waarmee zij

375. Hierover kritisch Josephus Jitta 2002, p. 79.

een slecht functionerende RvC als geheel zou kunnen heenzenden, maar geen verdergaande invloed op de samenstelling van de nieuw te benoemen RvC. Van rechtstreekse invloed van de AVA op beslissingen rond benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders was in het geheel geen sprake. Alles overziende waren de voorstellen met betrekking tot de positie van aandeelhouders in structuurvennootschappen ten opzichte van bestuur en RvC dus relatief bescheiden ingestoken.

5.6.2 *Vergaande aanpassingen in het wetsvoorstel (2003)*

Het Wetsvoorstel structuurregeling was nog ingediend door het tweede Paarse kabinet Kok. De behandeling van het wetsvoorstel werd ook nog doorgezet nadat dit kabinet in april 2002 demissionair was geworden. Nadat in juli 2002 het kabinet Balkenende I was aangetreden leidde het Wetsvoorstel structuurregeling enige tijd een slapend bestaan. Dit zal ten dele te maken hebben gehad met de politieke instabiliteit waarin het kabinet met coalitiepartner LPF verkeerde, maar ook de instelling van de Commissie Tabaksblat was hierin een factor. Na het bekend worden van de problemen rond Ahold had VNO-NCW de Tweede Kamer verzocht om eventuele nieuwe wetgevingsinitiatieven aan te houden tot nadat het rapport van de Commissie Tabaksblat beschikbaar zou zijn.³⁷⁶ Ondertussen gingen de ontwikkelingen in de praktijk voort. Zo maakten ABN AMRO, Aegon en ING in het voorjaar 2003 bekend dat zij voornemens waren om de vrijwillige toepassing van de structuurregeling te beëindigen en dat zij in het verlengde daarvan de zeggenschap van aandeelhouders respectievelijk van certificaathouders in hun governance-structuur wilden vergroten.³⁷⁷ De betekenis van de wettelijke herziening van het structuurregime dreigde door deze beweging te worden gemarginaliseerd; de ‘doelgroep’ werd immers steeds kleiner.

Met het aantreden van het kabinet Balkenende II (CDA, VVD, D66) in de zomer van 2003 kreeg de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling een nieuwe impuls. De eerste ontwikkeling zag op het onderwerp van bestuurdersbezoldiging. In het Hoofdlijnenakkoord van 16 mei 2003 hadden de regeringspartijen vastgelegd dat zij bovenmatige beloningen in zowel de publieke als de private sector zouden aanpakken. Specifiek was in dit akkoord vastgelegd dat de bevoegdheid om de arbeidsvoorwaarden voor bestuurders van structuurvennootschappen vast te stellen bij de AVA zou komen te liggen in plaats

376. Kenbaar uit J. de Vries, ‘Rapport Tabaksblat verdient verankering en navolging’, *Financieele Dagblad* 9 juli 2003.

377. Beschreven in S.J. Spanjaard, ‘Beëindiging structuurregime ING Groep, AEGON en ABN AMRO Holding’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 266-269.

van bij de RvC.³⁷⁸ Dezelfde dag nog werd namens de Kamerfracties van CDA, VVD en D66 een amendement bij het Wetsvoorstel structuurregeling ingediend waarin een herziening van artikel 2:135 BW werd voorgesteld.³⁷⁹ Strekking van het amendement was dat de bezoldiging van bestuurders van N.V.'s in alle gevallen door de AVA zou worden vastgesteld. De rol van de RvC zou worden beperkt tot het opmaken van een voorstel voor de toe te kennen bezoldiging (voorgesteld artikel 2:135 lid 2 BW) waarover de AVA vervolgens zou kunnen beslissen. Nu het voorgestelde artikel geen ruimte liet voor een afwijkende regeling in de statuten voor meerderheids- of quorumeisen zou dit AVA-besluit bij gewone meerderheid genomen kunnen worden. Volgens de toelichting op het amendement was het expliciet de bedoeling om met de voorgestelde regeling ook de gangbare praktijk bij niet-structuurvennootschappen van delegatie van deze bevoegdheid van de AVA aan de RvC te doen beëindigen. Het amendement maakte dus – anders dan het voornemen in het Hoofdlijnenakkoord – geen onderscheid tussen structuurvennootschappen en niet-structuurvennootschappen. Vier dagen later werd in aanvulling op dit amendement een tweede amendement door dezelfde Kamerleden ingediend, dit keer met betrekking tot de bezoldiging van de RvC.³⁸⁰ Dit amendement strekte ertoe om de op dat moment bestaande mogelijkheid op grond van artikel 2:145 BW en artikel 2:255 BW om de bevoegdheid om de bezoldiging van de RvC statutair door een ander orgaan dan de AVA te laten vaststellen te schrappen. Dit amendement zag niet alleen op N.V.'s, al dan niet structuurvennootschap, maar ook op B.V.'s.

In juni 2003 volgde een serie amendementen op het Wetsvoorstel structuurregeling vanuit de Kamerfracties van de PvdA en de SP. De amendementen die vanuit de SP werden voorgesteld zagen met name op het aanbevelingsrecht van de ondernemingsraad ten aanzien van de voordracht voor nieuwe leden van de RvC. De amendementen van de PvdA zagen ook deels op de positie van de ondernemingsraad, maar hadden voor een ander belangrijk deel juist betrekking op de positie van aandeelhouders. Zo werd voorgesteld om de alternatieve drempel voor het agenderingsrecht bij beursvennootschappen te verlagen van EUR 50 miljoen naar EUR 1 miljoen.³⁸¹ Ter toelichting werd aangevoerd dat

378. Hoofdlijnenakkoord van het kabinet Balkenende II zoals gerapporteerd in een brief van de informateurs aan de Tweede Kamer van 16 mei 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 637, nr. 19, p. 7.

379. Amendement van de leden Blok (VVD), J. de Vries (CDA) en Giskes (D66) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 16 mei 2003 met betrekking tot de bezoldiging van bestuurders, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 8.

380. Amendement van de leden Blok (VVD), J. de Vries (CDA) en Giskes (D66) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 20 mei 2003 met betrekking tot bezoldiging van commissarissen, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 7.

381. Amendement van het lid Douma (PvdA) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 5 juni 2003 met betrekking tot de uitbreiding van het agenderingsrecht voor aandeelhouders, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 17.

minderheidsaandeelhouders in de praktijk kritischer bleken te zijn dan grote aandeelhouders en dat minderheidsaandeelhouders daarom een belangrijke rol zouden kunnen spelen bij het verbeteren van de verantwoording door het bestuur. Om deze rol te kunnen vervullen zouden minderheidsaandeelhouders wel de gelegenheid moeten hebben om onderwerpen op de agenda van een AVA te kunnen zetten.³⁸² Ook werd voorgesteld om de drempel van 1/3 van het balanstotaal uit het voorgestelde goedkeuringsrecht van de AVA voor het nemen of afstoten van deelnemingen (artikel 2:107a BW lid 1 onder c) te verlagen naar 1/4 van het balanstotaal en werd voorgesteld om een nieuwe categorie aan artikel 2:107a BW toe te voegen voor investeringen of desinvesteringen tot een bedrag van 1/4 van het balanstotaal.³⁸³ Als tegenhanger van de voorgestelde uitbreiding van de bevoegdheden van de AVA stelde de PvdA wel voor om een evaluatiebepaling in de wet op te nemen, zodat na een periode van drie jaar de doelmatigheid en de effecten van de wetwijzigingen beoordeeld zouden kunnen worden.³⁸⁴ In de toelichting op het amendement werd specifiek overwogen dat de evaluatie zou moeten uitwijzen of de voorgestelde uitbreidingen van de bevoegdheden van aandeelhouders in de praktijk de door de wetgever beoogde effecten zouden hebben.³⁸⁵

De hierboven genoemde amendementen laten zien dat de PvdA in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling inzette op een uitbreiding van de wettelijke bevoegdheden van de AVA. Blijkens de voorstellen op het terrein van het agenderingsrecht lijkt de PvdA daarbij ook nadrukkelijk een grotere betrokkenheid van minderheidsaandeelhouders voor ogen te hebben gestaan. De inzet op versterking van de positie van aandeelhouders lijkt echter niet zozeer door ideologische overwegingen, maar eerder door pragmatische overwegingen ingegeven te zijn. Versterking van de positie van aandeelhouders was voor de PvdA geen doel op zich, maar een middel om een ander doel te bereiken, namelijk het mobiliseren van tegenkrachten tegen wat de PvdA stelselmatig als het ‘old boys’ network’ aanduidde. Deze tegenkrachten zouden vormgegeven dienen te worden via een evenwichtige versterking van de positie van aandeelhouders enerzijds en de positie van de ondernemingsraad anderzijds.³⁸⁶ De voorstellen van

382. Ibid.

383. Amendementen van het lid Douma (PvdA) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 5 juni 2003 met betrekking tot de uitbreiding van het goedkeuringsrecht voor aandeelhouders, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nrs. 14 en 15.

384. Amendement van het lid Douma (PvdA) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 5 juni 2003 met betrekking tot een evaluatiebepaling ten aanzien van de voorgestelde wetwijzigingen, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 16.

385. Ibid.

386. In deze zin de voordrachten van Douma (PvdA) tijdens een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 5 en tijdens de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5153.

de PvdA over de positie van aandeelhouders moesten dan ook in onderlinge samenhang met de voorgestelde versterking van de positie van de ondernemingsraad worden gezien. De PvdA deed ook voorstellen die waren gericht op de RvC, zoals het voorstel om de wettelijke taakomschrijving van de RvC uit te breiden met een passage over de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de betreffende vennootschap en onderneming en een voorstel om het aantal commissariaten wettelijk te maximeren op vijf.³⁸⁷ Deze voorstellen lagen duidelijk in een logisch verlengde van de ideologische oriëntatie van de PvdA. Met deze opstelling positioneerde de PvdA zich op een bijzondere wijze in het debat rond het wetsvoorstel. Enerzijds was zij voortrekker van de sociale agenda samen met de SP en GroenLinks, anderzijds was zij als grootste oppositiepartij een bondgenoot van de regeringspartijen waar het ging om de versterking van de positie van aandeelhouders.

De volgende slag in het wetgevingsproces kwam direct na de publicatie van de concept-Code door de Commissie Tabaksblat op 1 juli 2003. De concept-Code gaf aanleiding tot een groot aantal amendementen. Veel van deze amendementen waren afkomstig van de VVD-fractie. Zo diende het VVD-kamerlid Blok al op 7 juli 2003 een amendement in dat ertoe strekte om het in artikel 2:118a BW voorgestelde onderscheid tussen vreedstijd en oorlogstijd op te heffen.³⁸⁸ Dit amendement was bedoeld als implementatie van de aanbeveling van de Commissie Tabaksblat (en de betreffende best practice-bepaling uit de concept-Code) om de voorgestelde beperkingen aan stemvolmachtverlening in geval van oorlogstijd te schrappen. Hierdoor zou certificering niet langer als beschermingsconstructie gebruikt kunnen worden, een praktijk die in de toelichting op het amendement werd aangemerkt als obstakel voor aandeelhoudersdemocratie.³⁸⁹ Op dezelfde dag diende Blok ook een amendement in tot wijziging van artikel 2:107a BW.³⁹⁰ In het amendement werd voorgesteld om naast de kwantitatieve criteria ook een kwalitatief criteria, te weten ‘een belangrijke wijziging in de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming’ op te nemen. Blijkens de toelichting werd met dit amendement expliciet beoogd om de invloed van de AVA op het beleid van het bestuur en de RvC te

387. Amendementen van het lid Douma (PvdA) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 12 juni 2003 met betrekking tot de samenstelling en taakopdracht van de RvC, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nrs. 18 en 19.

388. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 7 juli 2003 ten aanzien van stemvolmachtverlening bij certificering, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 21.

389. Ibid.

390. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 7 juli 2003 ten aanzien van het goedkeuringsrecht voor aandeelhouders, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 20.

versterken.³⁹¹ Voorts werden vanuit de VVD-fractie nog amendementen ingediend om de positie van de AVA bij benoeming en ontslag van leden van de RvC te versterken. Het betrof een voorstel om de drempel voor terzijdestelling van de bindende voordracht van 2/3 meerderheid te verlagen naar een gewone meerderheid³⁹² en een voorstel om de AVA en de ondernemingsraad op gelijke voet een dwingend aanbevelingsrecht ten aanzien van de voordracht voor nieuwe RvC-leden te geven.³⁹³

De opstelling van de VVD was helder: de positie van aandeelhouders moest worden versterkt. Anders dan bij de PvdA was het de VVD niet zozeer te doen om het doorbreken van het old boys' network. De VVD plaatste de voorgestelde uitbreiding van aandeelhoudersinvloed in de sleutel van het aanjagen van innovatie en economische groei. Volgens de VVD was de structuurregeling er (mede) debet aan dat de waardering van middelgrote Nederlandse beursfondsen aanzienlijk lager was dan vergelijkbare beursondernemingen uit het buitenland.³⁹⁴ Wijzend naar de verschillen in economische groei tussen Japan, Europa en de Verenigde Staten stelde de VVD zich op het standpunt dat er een rechtstreeks verband in positieve zin bestond tussen de invloed van aandeelhouders en een dreiging van ongewenste overnames enerzijds en innovatie en economische groei anderzijds.³⁹⁵ Tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel vatte VVD-Kamerlid Blok deze opvatting samen met de stelling: “*Een dichtgemetseld beschermd bedrijf wordt niet geprikkeld om te innoveren.*”³⁹⁶ Hij vervolgde: “*Wat de VVD betreft, kan het structuurregime dan ook naar het museum van de jaren zeventig waar het een mooie plaats krijgt tussen de zitzak en de macramé.*”³⁹⁷

Op 28 augustus 2003 diende het kabinet een tweede Nota van Wijziging ten aanzien van het Wetsvoorstel structuurregeling in.³⁹⁸ De nota bevatte een aantal ingrijpende wijzigingen. Vrijwel alle amendementen die namens de VVD-fractie

391. Ibid.

392. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 20 augustus 2003 ten aanzien van de voordracht voor benoeming van commissarissen, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 23. Hoewel de toelichting hier niets over zegt, lag dit voorstel in het verlengde van een aanbeveling van de Commissie Tabaksblad.

393. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 24 augustus 2003 ten aanzien van de voordracht voor benoeming van commissarissen, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 24.

394. In deze zin Blok tijdens het wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 5.

395. Ibid.

396. Verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5149.

397. Ibid.

398. Tweede Nota van Wijziging bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 28 augustus 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 31.

waren ingediend waren door het kabinet overgenomen.³⁹⁹ Zo was het onderscheid tussen vreedstijd en oorlogstijd in artikel 2:118a BW in het nieuwe voorstel geschrapt en bevatte artikel 2:118a BW in de nieuwe versie dus alleen nog een wettelijke verplichting aan administratiekantoren om onder alle omstandigheden desverzocht stemvolmachten aan certificaathouders af te geven. Ook de drempels voor besluiten van de AVA tot afwijzing van een bindende voordracht van de RvC tot benoeming van nieuwe commissarissen van structuurvennootschappen (voorgesteld artikel 2:158 lid 9 BW) en besluiten van de AVA tot heenzending van de voltallige RvC in structuurvennootschappen (voorgesteld artikel 2:161a BW) waren verlaagd van een 2/3 meerderheid naar een gewone meerderheid, zij het dat de representativiteitseis van 1/3 van het geplaatst kapitaal werd gehandhaafd. Voorts stelde het kabinet een gewijzigde versie van artikel 2:107a BW voor waarin het door de VVD voorgestelde kwalitatieve criterium – zij het op een andere wijze – was verwerkt. Tot slot was het door de coalitiepartijen aangedragen voorstel voor een nieuw artikel 2:135 BW overgenomen, zij het dat voor een minder vergaande variant (een goedkeuringsrecht van de AVA ten aanzien van de algemene lijnen van het bezoldigingsbeleid en dus niet een rechtstreeks goedkeuringsrecht ten aanzien van individuele bezoldigingspakketten) was gekozen. Tot slot werd een wettelijke basis ter verankering van de concept-Code voorgesteld (zie hiervoor §5.5.4). De verdergaande voorstellen van de PvdA ten aanzien van de positie van aandeelhouders, waaronder de voorstellen met betrekking tot artikel 2:107a BW (uitbreiding reikwijdte), artikel 2:114a BW (verlaging drempel naar EUR 1 miljoen), waren niet overgenomen. Toch markeerde deze nota van wijziging een opmerkelijke wending richting een verdere versterking van de positie van aandeelhouders.

Waardoor werd de koerswijziging van het kabinet ingegeven? In de toelichting in de Nota van Wijziging werd in de beschrijving van “*een aantal belangwekkende ontwikkelingen op het terrein van de zogenoemde corporate governance*” onder meer verwezen naar het eindrapport van de High Level Group of Company Law Experts van november 2002, het EU Action Plan van mei 2003 en de concept-Code van de Commissie Tabaksblat van juli 2003.⁴⁰⁰ Daarnaast vermeldde de toelichting dat het kabinet met de Commissie Tabaksblat van

399. Deze gang van zaken ontlokte het kamerlid Blok van de VVD tijdens een wetgevingsoverleg over het gewijzigde wetsvoorstel nog de opmerking dat hij overwoog om Minister Donner 100 strafregels “*Piet Hein mag niet overschrijven van Kamerleden*” te laten schrijven omdat een aantal van de amendementen volgens Blok wel heel letterlijk was overgenomen. Zie het verslag van een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 5-6.

400. Tweede Nota van Wijziging bij het Wetsvoorstel structuurregeling van 28 augustus 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 3.

mening was dat de corporate governance binnen ondernemingen op korte termijn versterkt moest worden.⁴⁰¹ Gelet op deze internationale ontwikkelingen wilde het kabinet kennelijk het wetgevingsproces om te komen tot herziening van wetgeving in het licht van deze ontwikkelingen versnellen. Tijdens een wetgevingsoverleg dat enkele dagen na de indiening van de Nota van Wijziging plaatsvond gaf Minister van Justitie Donner aan dat het kabinet zich ook de vraag had gesteld of het niet beter was om een voorstel tot algehele afschaffing van de structuurregeling te doen.⁴⁰² Donner gaf daarbij te kennen dat het kabinet vreesde voor grote vertraging in het wetgevingsproces indien de meer fundamentele uitgangspunten van de structuurregeling in het lopende wetsvoorstel zouden worden betrokken, mede gezien de voorzienbare noodzaak tot hernieuwde raadpleging van de SER. Het kabinet had er daarom voor gekozen om “*als stap in het proces*” de voorgestelde aanpassingen te beperken tot de Nota van Wijziging en om de bredere discussie over een verdergaande herziening ofwel afschaffing van het structuurregime op een later moment en in een ander kader zou worden voortgezet.⁴⁰³ Het Wetsvoorstel structuurregeling was hiermee feitelijk gedegradieerd van een voorstel tot definitieve herziening van de structuurregeling naar een stap in het proces tot een definitieve herziening.

Ter verklaring voor de opstelling van het kabinet in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling kan ook worden gewezen op het beleid inzake staatsdeelnemingen dat onder het kabinet Paars II nog was herzien in de vorm van de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid.⁴⁰⁴ In dit beleid was als uitgangspunt vastgelegd dat de Staat als aandeelhouder in beginsel dezelfde rechten zou moeten hebben als andere aandeelhouders (en dus niet meer) en dat deze rechten ook op een vergelijkbare wijze uitgeoefend zouden moeten worden.⁴⁰⁵ Dit uitgangspunt was ook al opgenomen in het eerdere deelnemingenbeleid dat onder het kabinet Paars I was opgesteld (zie §3.5) en net als bij het vorige deelnemingenbeleid werd ook in het nieuwe Deelnemingenbeleid een rechtstreeks verband gelegd met de structuurregeling: “*Bij structuurvennootschappen waarin de Staat enig aandeelhouder is en vennootschappen die momenteel de structuurregeling vrijwillig toepassen, zal de zeggenschapsstructuur op grond van genoemd wetsvoorstel opnieuw moeten worden bezien. Daarnaast*

401. Ibid, p. 4.

402. Verslag van een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 9.

403. Ibid.

404. Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid van 18 december 2001, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 165, nrs. 1-2. In de Nota n.a.v. het Verslag bij het Wetsvoorstel Structuurregeling, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 5 p. 7 en p. 12 werd ook naar dit stuk verwezen.

405. Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid van 18 december 2001, *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 165, nr 2, p. 8.

*wordt het bij alle vennootschappen mogelijk gemaakt het bestuursbeleid actiever te beïnvloeden, bijvoorbeeld via het recht om voorstellen voor de agenda van de aandeelhoudersvergadering te doen, belangrijke bestuursbesluiten goed te keuren, de jaarrekening vast te stellen en invloed op de samenstelling van de raad van commissarissen uit te oefenen.*⁴⁰⁶ Het Deelnemingenbeleid liep dus nadrukkelijk vooruit op de komende wetswijzigingen in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling. Ook in latere discussies rond het Deelnemingenbeleid, zoals de discussie met de Tweede Kamer over de bezoldiging van de bestuurders van Schiphol en KPN, zocht het kabinet steeds de verbinding met het komend recht uit het Wetsvoorstel structuurregeling.⁴⁰⁷ Vanuit deze optiek gezien zou een (verdere) vertraging van de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling voor het kabinet onwenselijk zijn geweest: een dergelijke vertraging zou immers rechtstreeks hebben geraakt aan de positie van de Staat als aandeelhouder in de staatsdeelnemingen.

De Nota van Wijziging lokte bij de verschillende fracties in de Tweede Kamer tegengestelde reacties uit. In de week tussen de indiening van de Nota van Wijziging en de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer werd wederom een groot aantal amendementen ingediend. Veel van deze amendementen zagen op de voorgestelde regeling rond de vaststelling van bestuurdersbezoldiging (artikel 2:135 BW). Andere amendementen zagen op meer technische aangelegenheden of logistieke zaken zoals de informatieverstrekking aan de ondernemingsraad in het kader van verschillende regelingen. Twee Kamerfracties, de PvdA en de VVD, dienden amendementen in die in meer fundamentele zin raakten aan de positie van aandeelhouders. De PvdA diende amendementen in die ertoe strekten om de door het kabinet voorgestelde wijzigingen rond artikel 2:118a BW (schrappen onderscheid vreedstijd en oorlogstijd) en de artikelen 2:158 lid 9 BW en 2:161a BW (verlagen meerderheidsdrempel voor AVA-besluiten tot afwijzing voordracht benoeming commissarissen en tot heenzenden RvC) weer ongedaan te maken.⁴⁰⁸ Hieruit blijkt duidelijk dat het de PvdA niet te doen was om de versterking van de positie van aandeelhouders als een doel op zich. De PvdA vond weliswaar dat aandeelhouders meer bevoegdheden moesten krijgen om de vennootschapsleiding ter

406. Ibid.

407. Zie de brief van Minister van Financiën Zalm en Minister van SZW De Geus aan de Tweede Kamer van 18 augustus 2003, *Kamerstukken II* 2002/03, 28 165, nr. 11.

408. Amendementen van het lid Douma (PvdA) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 1 september 2003 met betrekking tot het ongedaan maken van enkele voorgestelde wijzigingen, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nrs. 38 en 39.

verantwoording te roepen, zoals via een uitgebreid goedkeuringsrecht⁴⁰⁹ en een toegankelijker agenderingsrecht, maar zij verzette zich juist tegen het verlagen van de drempel voor de AVA om invloed uit te oefenen op de samenstelling van de RvC. Waarschijnlijk was deze opstelling ingegeven vanuit het perspectief van de ondernemingsraad; het versterkt aanbevelingsrecht voor de ondernemingsraad zou immers aan gewicht inboeten als het de AVA makkelijker zou worden gemaakt om de aldus opgemaakte bindende voordracht van de RvC terzijde te stellen. Het verzet van de PvdA tegen de voorgestelde wijziging in artikel 2:118a BW was ingegeven door de wens om niet op de op handen zijnde ontwikkelingen in Europees verband vooruit te lopen.⁴¹⁰ Goed voorstelbaar is dat achter deze redenering ook een meer inhoudelijke aarzeling ten aanzien van de voorgestelde afschaffing van certificering als beschermingsconstructie schuilging. Uiteindelijk zou de PvdA vlak voor de plenaire behandeling van het wetsvoorstel een groot deel van haar eerdere amendementen ter versterking van de positie van aandeelhouders intrekken.⁴¹¹

De VVD-fractie in de Tweede Kamer greep de Nota van Wijziging juist aan om verdergaande voorstellen tot herziening van de structuurregeling te doen. Zo diende de VVD een gewijzigd amendement in dat ertoe strekte om naast het versterkt aanbevelingsrecht voor de ondernemingsraad ook een versterkt aanbevelingsrecht voor de AVA ten aanzien van de voordracht voor de benoeming van commissarissen in te voeren.⁴¹² De VVD herhaalde hiermee haar eigen eerdere voorstel, alleen werd het voorstel dit keer samen met coalitiepartner D66 ingediend. De VVD ging nog een stap verder door bij amendement een wettelijke bepaling voor te stellen dat de bestuurders van beursgenoteerde N.V.'s, ongeacht of zij structuurvennootschap zijn of niet, altijd rechtstreeks door de AVA benoemd zouden moeten worden.⁴¹³ Een vergelijkbaar voorstel

409. Eveneens op 1 september 2003 diende de PvdA een nieuw amendement ten aanzien van artikel 2:107a BW in waarin wederom werd voorgesteld om de reikwijdte van het goedkeuringsrecht uit te breiden tot het doen van investeringen of desinvesteringen met een waarde van meer dan 1/4 van de activa in de geconsolideerde balans met toelichting. Zie het amendement van het lid Douma (PvdA) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 1 september 2003 tot uitbreiding van de reikwijdte van artikel 2:107a BW, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 33.

410. Verslag van een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 11.

411. Verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5147.

412. Amendement van de leden Blok (VVD) en Giskes (D66) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 1 september 2003 tot invoering van een versterkt aanbevelingsrecht voor de AVA, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 37 (ter vervanging van *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 24).

413. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 3 september 2003 over de benoeming van bestuurders van beursvennootschappen, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 46.

was eerder door Winter gedaan tijdens een congres over de structuurregeling en kon blijkens het verslag van het congres op bijval van andere prominente ondernemingsrechtjuristen rekenen.⁴¹⁴ Als toelichting op het amendement werd het volgende opgemerkt: “Door het huidige wetsvoorstel wordt het structuurregime vergaand gemoderniseerd. Op een belangrijk punt wijkt Nederland echter nog af van de internationale norm: de raad van commissarissen en niet de algemene vergadering van aandeelhouders (ava) bepaalt uiteindelijk wie in het bestuur van een beursfonds zit. Dit amendement beoogt deze internationale afwijking op te heffen door bestuurders van beursfondsen voortaan rechtstreeks te laten benoemen door de ava. Ook zou het niet zo moeten zijn dat beursfondsen de benoemingsbevoegdheid van de ava door middel van bindende voordrachtsregelingen statutair kunnen beperken.”⁴¹⁵ Waar de PvdA dus inzette op een pas op de plaats ten opzichte van het gewijzigde wetsvoorstel, zette de VVD dus in op een verdere afbraak van de structuurregeling.

Uiteindelijk werd het totale Wetsvoorstel structuurregeling door een grote Kamermeerderheid – alleen de SP-fractie stemde tegen – aangenomen.⁴¹⁶ In juli 2004 werd het voorstel ook door de Eerste Kamer aangenomen, waarna de wetwijzigingen op 1 oktober 2004 in werking traden. In tegenstelling tot de aanvankelijke bedoelingen zouden deze wetwijzigingen niet het einde van het herzieningsproces van de structuurregeling markeren. Tijdens de plenaire behandeling had het kabinet bij monde van Minister van Justitie Donner te kennen gegeven dat zij nog met een nader standpunt zou komen ten aanzien van de definitieve versie van de Code en dat zij zich voorts nog zou beraden op de vraag of gelet op de internationale ontwikkelingen een verdergaande herziening van de structuurregeling of zelfs de integrale afschaffing ervan geraden zou zijn.⁴¹⁷ Van Solinge, een van de pleitbezorgers in de discussie onder ondernemingsrechtjuristen voor algehele afschaffing van het structuurregime, constateerde

414. J.W.A. Biemans & S.J. Spanjaard, ‘Verslag van het Ondernemingsrecht-congres “Moet het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling worden doorgezet?”’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 398-406, in het bijzonder p. 400-401 en 403-406. In het amendement werd overigens niet expliciet naar dit voorstel verwezen.

415. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel structuurregeling van 3 september 2003 over de benoeming van bestuurders van beursvennootschappen, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 46, p. 2. Deze toelichting was inhoudelijk gelijk aan de redenering van Winter, zie Biemans/Spanjaard 2003, p. 400.

416. Zie voor een integrale versie van de uiteindelijk door de Tweede Kamer aangenomen tekst het voorstel van wet aan de Eerste Kamer van 9 september 2003, *Kamerstukken I*, 2002/03, 28 179, nr. 309.

417. Verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5163.

hierop instemmend dat de structuurregeling het na de aanstaande wetswijzigingen “*voorlopig nog wel even zou uithouden*”, maar dat een totale afschaffing van het structuurregime in de nabije toekomst alsnog in het verschiet lag.⁴¹⁸

Goed beschouwd gaf de opstelling van het CDA bij de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel en bij de stemming over de verschillende amendementen de doorslag. Tijdens de voorbereiding van de plenaire behandeling in de Vaste commissie voor justitie was al gebleken dat de CDA-fractie vragen had bij het herziene voorstel voor artikel 2:118a BW. In het bijzonder stelde het CDA de vraag of het afschaffen van een bestaande beschermingsconstructie niet de positie van het Nederlandse bedrijfsleven onevenredig zou verzwakken nu er ter zake van grensoverschrijdende overnamebiedingen nog geen sprake was van een ‘level playing field’ en of het in dat licht wel verstandig was om op de nog lopende ontwikkelingen in nationaal (Wetsvoorstel betwiste overnames) en Europees (nieuwe Dertiende Richtlijn) niveau vooruit te lopen.⁴¹⁹ De CDA-fractie zei weliswaar de intentie van het kabinet om permanente beschermingsconstructies tegen te gaan te onderschrijven, maar vond het nog te vroeg om tot actie over te gaan.⁴²⁰ Toen een paar dagen later tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel in de Tweede Kamer bleek dat de CDA-fractie zich op dit punt niet door het kabinet liet overtuigen gaf Minister van Justitie Donner aan dat het hem bij nader inzien toch beter leek om het debat over beschermingsconstructies op een later moment en in een breder kader met de Kamer te voeren en raadde hij de Kamer aan om het PvdA-amendement om terug te gaan naar de oorspronkelijke tekst van artikel 2:118a BW aan te nemen.⁴²¹ Het amendement werd hierop met algemene stemmen, dus ook met instemming van de VVD, aangenomen.⁴²² Ook het VVD-amendement om bestuurders per definitie door de AVA te laten benoemen haalde het niet omdat de CDA-fractie haar steun aan dit amendement onthield.⁴²³ Ook hier was de opstelling van het CDA niet zozeer

418. G. van Solinge, ‘Wetsvoorstel aanpassing structuurregeling (28 179) aangenomen door Tweede Kamer’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 486.

419. Verslag van een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 14.

420. Verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5148.

421. Verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5161. Donner koos voor het aanbevelen van het betreffende PvdA-amendement omdat het kabinet de Tweede Nota van Wijziging op dat moment niet meer kon intrekken en er anders een nieuwe nota van wijziging nodig zou zijn om de tekst van artikel 2:118a BW andermaal te wijzigen.

422. Weergave van de stemuitslag over het Wetsvoorstel structuurregeling in de zitting van de Tweede Kamer op 9 september 2003, *Stemmingen II*, 2002/03, TK 90, p. 5167.

423. *Ibid.* Alleen de fracties van VVD en LPF stemden voor dit amendement.

ingegeven door inhoudelijke meningsverschillen met de VVD, maar eerder door de wens om een en ander op een later moment nog eens grondig te kunnen beoordelen.⁴²⁴ Ten aanzien van de andere onderdelen van het wetsvoorstel werd met steun van het CDA nog wel een aantal amendementen aangenomen.

De beweegredenen voor de opstelling van de CDA-fractie laten zich minder eenvoudig uit de stukken destilleren dan bij de fracties van de PvdA en de VVD het geval was. Het CDA toonde zich een enthousiast pleitbezorger van zelfregulering in de vorm van de concept-Code van de Commissie Tabaksblat (zie hiervoor §5.5.4).⁴²⁵ Ook sprak het CDA zich in algemene zin uit voor een versterking van de positie van aandeelhouders.⁴²⁶ Tegelijkertijd gaf het aanvallende verschil van inzicht tussen Minister Donner en de CDA-fractie over de herziene regeling van artikel 2:118a BW blijk van een zekere ambivalentie om de versterking van de positie van aandeelhouders langs een logische lijn door te trekken zoals de VVD wenste te doen. Even goed identificeerde de CDA-fractie zich niet a priori met een vorm van evenwichtsdenken tussen de AVA enerzijds de ondernemingsraad anderzijds zoals de PvdA dat wel deed. Hoewel de CDA-fractie zich in de beraadslagingen in de Tweede Kamer wel bediende van pejoratieve termen als ‘graaierende bestuurders’, ‘falend toezicht’ en ‘het old boys’ network’ – de laatstgenoemde term werd zelfs door Donner als ook door CDA-Staatssecretaris Van Gennip in een reactie namens het kabinet gebruikt⁴²⁷ – maar de voorgestelde oplossingsrichtingen leken niet vanuit een kenbare ideologische oriëntatie te zijn gedreven.

Naar mijn mening kan de opstelling van het CDA rond het Wetsvoorstel structuurregeling als volgt worden verklaard. Anders dan de VVD en de PvdA stond het CDA – en in mindere mate D66 – geen concreet eindresultaat voor ogen, maar benaderden de CDA-bewindslieden (Minister Donner en Staatssecretaris Van Gennip) en de CDA-fractie de voorgestelde herziening van de structuurregeling in de eerste plaats vanuit het perspectief van kwaliteit van wetgeving

424. Verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5148-5149 (“*Wij vinden de zorgvuldigheid op dit punt van belang. Het totale structuurregime moeten wij niet op een achternamiddag wijzigen of schrappen. Wij moeten alles in samenhang zien.*”)

425. Zie ook het verslag van een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 3-4.

426. *Ibid.*, p. 3.

427. *Ibid.*, p. 11 (“*Coöptatie, netjes genoemd het ‘old boys network’ is inderdaad achterhaald.*”) en verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5158 (“*Het bestaan van het old boys’ network leidde tot een minder goed functioneren van het onafhankelijk toezicht. Om die reden is een aantal voorstellen gedaan en is bij de tweede nota van wijziging een aantal verdergaande voorstellen gedaan.*”)

en bruikbaarheid van de door wetgeving geboden rechtsvormen. Illustratief zijn de volgende uitspraken van Donner tijdens een wetgevingsoverleg over het wetsvoorstel: *“Er is al gewezen op de essentie van het vennootschapsrecht die aan de Nederlandse wetgeving ten grondslag ligt. De essentie is het verschaffen van rechtsvormen aan de samenleving waarin de belangen van de betrokkenen bij een onderneming, die vaak verschillend en tegenstrijdig zijn, tot een gemeenschappelijk belang worden omgevormd dat vruchtbaar is voor elk van de betrokken belanghebbenden. Het is dus meer dan een verband waarbinnen ik een evenwicht moet zoeken tussen een aantal belangen. Het gaat om de dynamiek van het geheel. Het gaat niet alleen om de kapitaalverschaffers in de vorm van de aandeelhouders en de werknemers in de vorm van de ondernemingsraad. Het gaat ook om het belang van de onderneming als zodanig en van de ondernemer als zodanig. (...) De dynamiek wordt niet alleen bepaald door een visie op de verhouding van de krachten binnen de onderneming. Die wordt minstens zo sterk bepaald door de omgeving waarin een onderneming moet functioneren. Dat is in wezen de bredere aanleiding voor de hele ontwikkeling van het vennootschapsrecht op dit moment, waarvan dit nog maar een onderdeel is. Die ontwikkeling wordt sterk bepaald door de veranderende markten waarin een vennootschap moet kunnen opereren om te ondernemen. De kapitaalmarkt wordt internationaal, de afzetmarkt wordt internationaal en de arbeidsmarkt wordt internationaal. Ook de rechtsvormen worden internationaal. Een onderneming die in Nederland opereert, is niet meer alleen aangewezen op de Nederlandse rechtsvormen. Die onderneming kan ook gebruik maken van rechtsvormen van elders. Dat heeft vervolgens gevolgen voor de mate waarin een wetgever greep heeft op de onderneming, respectievelijk de mate waarin de belastingwetgever greep heeft op de onderneming.”*⁴²⁸

Uit het bovenstaande volgt dat het Donner primair te doen was om *“het in het algemeen goed functioneren van het vennootschapsrecht in de internationale omgeving.”*⁴²⁹ Donner benaderde het vraagstuk van de inrichting van het vennootschapsrecht ook nadrukkelijk vanuit een perspectief van concurrentie van rechtsvormen binnen de EU, een perspectief dat eerder al in de literatuur was geschetst door onder meer Timmerman.⁴³⁰ De perceptie van een

428. Verslag van een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie op 1 september 2003, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 8-9.

429. Verslag van de plenaire behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer op 4 september 2003, *Handelingen II*, 2002/03, TK 89, p. 5158.

430. L. Timmerman, ‘Van digitaal naar analoog vennootschapsrecht en de gevolgen daarvan voor de concurrentie tussen vennootschapssystemen’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 38-42, in het bijzonder p. 41: *“Er gaat mijns inziens binnen de Europese Unie onafwendbaar concurrentie tussen nationale vennootschapssystemen ontstaan. (...) De Nederlandse wetgever zou hierop kunnen anticiperen door het Nederlandse recht voor buitenlandse ondernemers aantrekkelijker te maken. We kunnen dan een partijtje meeblazen in de te verwachten concurrentiestrijd.”*

concurrentiestrijd tussen nationale ondernemingsrechtstelsels binnen de EU was met de komst van de SE-verordening en met de uitspraken van het Hof van Justitie in *Centros* en *Überseering* al aanwezig en zou kort na de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling in de Tweede Kamer nog een nieuwe impuls krijgen met de uitspraak van het Hof van Justitie inzake *Inspire Art*.⁴³¹ Bezien vanuit de blik van concurrentie van rechtssystemen zou een herziening in het Nederlandse ondernemingsrecht een middel tot een tweeledige doelstelling moeten zijn. Enerzijds zou het ondernemingsrecht voor Nederlandse ondernemers en ondernemingen voldoende aantrekkelijk moeten zijn om hen ervan te weerhouden om hun onderneming in een rechtsvorm uit een andere Lidstaat (in het bijzonder het Verenigd Koninkrijk gelet op *Inspire Art*) onder te brengen. Anderzijds zou het Nederlandse ondernemingsrecht juist ook voor ‘gebruikers’ uit andere Lidstaten zodanig aantrekkelijk moeten zijn dat deze gebruik gaan maken van Nederlandse rechtsvormen.

Minister Donner zou deze lijn later doortrekken in de meeromvattende Nota Modernisering Ondernemingsrecht die op 7 september 2004 werd gepubliceerd.⁴³² In deze nota, die onder andere een aanzet tot voortzetting van de discussie over de structuurregeling en over het gebruik van beschermingsconstructies bevatte,⁴³³ formuleerde Donner een aantal uitgangspunten voor een brede herziening van het Nederlandse ondernemingsrecht. Eén van de uitgangspunten zag expliciet op de positionering van Nederland als vestigingsland voor buitenlandse ondernemingen: “*Nederland wil zich profileren als vestigings- en ondernemingsland waarin grote en kleine ondernemingen goed en transparant bestuurd worden, er vertrouwen bestaat in de kracht en betrouwbaarheid van de financiële markt, het fiscale klimaat gunstig is en geprofiteerd kan worden van een goed aanbod van hooggekwalificeerde werknemers. Tot de factoren die bij de keuze van een vestigingsplaats door ondernemingen worden gewogen, behoort de juridische infrastructuur. (...) Het vennootschapsrecht moet tegemoet komen aan de gerechtvaardigde wensen van die ondernemers. In zoverre is het vennootschapsrecht een instrument.*”⁴³⁴ In de samenvatting van de nota werd dit uitgangspunt nog wat kernachtiger verwoord: “*Aandacht voor de structuur van Nederlandse rechtsvormen en het ondernemingsrecht in brede zin is*

431. HvJ EG 30 september 2003, *NJ* 2004, 394 m.nt. P. Vlas, *JOR* 2003/249 m.nt. G.J. Vossestein (*Inspire Art*).

432. Nota van Minister van Justitie Donner over de modernisering van het ondernemingsrecht van 7 september 2004, *Kamerstukken II*, 2003/04, 29 752, nr. 2. Zie voor een samenvatting A. Doorman, ‘Nota modernisering van het ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2004, 207. Een meer fundamentele – en een meer kritische – beschouwing geeft M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Naar een brede herziening van het Nederlandse ondernemingsrecht’, *WPNR* 2004 (6601), p. 949-959.

433. Nota Modernisering Ondernemingsrecht van 7 september 2004, *Kamerstukken II*, 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 7-13.

434. *Ibid*, p. 3.

noodzakelijk om Nederland te profileren als vestigings- en ondernemingsland. Als beleggingen in Nederland goed worden beschermd en onze rechtsvormen bruikbaar zijn, wordt kapitaal aangetrokken en vestigen zich meer ondernemingen in ons land.”⁴³⁵

Het hierboven geciteerd uitgangspunt is rechtstreeks te herleiden naar de eerdere opmerkingen van Donner tijdens de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling over het belang van bruikbaarheid van het Nederlandse ondernemingsrecht en over de internationale omgevingsfactoren die daarbij verdisconteerd zouden moeten worden. De voorgestelde versterking van de positie van aandeelhouders was in dat perspectief niet alleen een middel om Nederlandse ondernemingen beter te doen functioneren vanwege een verbeterde corporate governance, maar ook een middel ter verbetering van het investeringsklimaat van Nederland ten opzichte van buitenlands kapitaal. De behoedzame wijze waarop vanuit het CDA – bij nader inzien – met het onderwerp beschermingsconstructies werd omgegaan maakt duidelijk dat het CDA hierbij niet een vorm van ongebreideld aandeelhouderskapitalisme voor ogen stond. Haar houding was eerder pragmatisch: waar internationale ontwikkelingen en de concurrentiepositie van het Nederlandse ondernemingsrecht noopten tot aanpassingen, moesten die aanpassingen worden gedaan. Hierdoor kwam het CDA voor wat betreft de positie van aandeelhouders min of meer aan de zijde van de VVD te staan, zij het dat de verderstrekkende voorstellen van de VVD in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling vooralsnog werden afgehouden. Dat dit gebeurde, had niet zozeer te maken met inhoudelijke bezwaren, maar eerder met een procesmatige behoedzaamheid. Hierdoor werd de versterking van de positie van aandeelhouders in N.V.’s, al dan niet structuurvennootschap, vanuit een brede politieke basis (CDA, VVD, D66 en op onderdelen PvdA) gesteund.

5.7 Afronding

In het later gepubliceerde dagboek dat Bolkestein gedurende zijn periode als Eurocommissaris bijhield noteerde hij bij 24 april 2001 het volgende: *“Ik moet een conferentie geven over corporate governance. (...) Ik heb het onderwerp voor het eerst in 1993 aangesneden, in een toespraak voor de Nederlandse Maatschappij voor Nijverheid & Handel in Haarlem. (...) Daarop is een congres aan de Erasmus Universiteit gevolgd, waar ik heb gesproken. Toen liet men mij links liggen, nu is men het met me eens. Surprise surprise!”⁴³⁶*

435. Ibid, p. 1.

436. Bolkestein 2005, p. 129.

De opmerking van Bolkestein is begrijpelijk als deze wordt afgezet tegen de ingrijpende wijzigingen in het bestel van corporate governance bij beursvennootschappen die zich tussen 1994 en 2004 op juridisch, feitelijk en normatief niveau hebben voltrokken. Een belangrijk deel van deze wijzigingen had betrekking op de positie van aandeelhouders. Aan het einde van 2004 hadden aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen veel terrein gewonnen. Zij hadden nieuwe bevoegdheden gekregen zoals het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW en het agenderingsrecht van artikel 2:114a BW. Bovendien waren in de rechtspraak, de Code en in beleid op nationaal- en Europees niveau al normatieve piketpalen geslagen voor een verdere uitbreiding van hun positie, bijvoorbeeld wat betreft beschermingsconstructies. De aandeelhouder genoot in Nederland brede politieke en maatschappelijke steun en ook de Ondernemingskamer straalde een niet onwelwillende houding voor aandeelhouders uit. Ondertussen gingen bestuurders en commissarissen van beursondernemingen gebukt onder het imago van ‘graiers’ en ‘old boys’ dat zij in de discussie rond de Code – en in zekere zin door de Code zelf – opgelegd hadden gekregen. Met deze stand van zaken sloten de Nederlandse beursondernemingen het jaar 2004 af. Wat er in de jaren erna zou gebeuren, is het onderwerp van het volgende hoofdstuk.

Hoofdstuk 6. Breuklijnen, constanten en correcties (2005-heden)

6.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is beschreven hoe in de periode tot 2005 het bestel van corporate governance voor Nederlandse beursvennootschappen op alle niveaus (juridisch, feitelijk en normatief) ingrijpend was gewijzigd. Een belangrijk onderdeel van deze wijzigingen bestond uit een herpositionering van het orgaan van de AVA en van individuele aandeelhouders in het stelsel van checks & balances binnen beursondernemingen. Van aandeelhouders, in het bijzonder van Nederlandse institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars, werd op grond van de Code verwacht dat zij zich actiever zouden gaan opstellen ten opzichte van de vennootschapsleiding. Van de vennootschapsleiding van beursondernemingen werd op grond van de rechtspraak van de Ondernemingskamer en op grond van de Code verwacht dat zij hun aandeelhouders meer en beter bij de beraadslaging en besluitvorming over strategische aangelegenheden zoals majeure acquisities of desinvesteringen zouden betrekken. Er was ook wetgeving gekomen om enerzijds aandeelhouders in deze rol te faciliteren, bijvoorbeeld via het agenderingsrecht van artikel 2:114a BW, en om anderzijds de vennootschapsleiding ten opzichte van de AVA aan banden te leggen, bijvoorbeeld via het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW en de nieuwe regeling rond de vaststelling van bezoldiging van artikel 2:135 BW. Daarnaast lag in het verlengde van de aanbevelingen van de Commissie Tabaksblat en de op handen zijnde Dertiende Richtlijn inzake openbare biedingen ook nog verdergaande wetgeving in het verschiet met betrekking tot beperkingen aan beschermingsconstructies. Weliswaar had de regering op dit punt uiteindelijk bakzeil gehaald in het kader van de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling, maar – zoals later ook zou blijken – de politieke intentie om op een later moment alsnog met beperkende wetgeving te komen bestond nog steeds. Ondertussen was het enquêterecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen een effectief middel gebleken om verschillen van inzicht met de vennootschapsleiding op het gebied van corporate governance en beschermingsconstructies uit te vechten. Met betrekking tot de herpositionering van aandeelhouders wezen alle pijlen dus dezelfde richting op.

Nog geen twee jaar later klonken er andere geluiden. In augustus 2006 liet Minister van Economische Zaken Wijn (CDA) tijdens een interview weten dat hij zich zorgen maakte over het optreden van private equity-partijen zoals het Amerikaanse KKR en het Britse Apax rond hun overnames van grote Nederlandse ondernemingen als Vendex KBB, VNU en PCM. Wijn, zelf een oud-medewerker van de private equity-tak van ABN AMRO, vergeleek deze partijen met ‘een zwerm sprinkhanen die een bedrijf leegvreten.’ Hij zei daarbij dat hoewel hij niet per definitie tegen overnames door investeringsmaatschappijen was, hij wel moeite had met het ‘Amerikaans junglekapitalisme’ waarbij investeerders een snelle winst wilden behalen ten koste van de belangen van de onderneming.¹ Wijn werd al snel publiekelijk gecorrigeerd door Minister van Financiën Zalm.² Tijdens een Kamerdebat over zijn uitspraken enkele dagen later zou Wijn ook benadrukken dat hij alleen had geprobeerd om discussie uit te lokken.³ Uit het verloop van het Kamerdebat bleek echter dat Wijn met zijn uitspraken had geraakt aan een breder gevoel van onbehagen dat op dat moment al binnen een aantal Kamerfracties bestond. Dit onbehagen had niet alleen te maken met de toegenomen activiteit van buitenlandse private equity-maatschappijen op de Nederlandse overnamemarkt, maar ook met het optreden van activistische aandeelhouders in de vorm van ‘hedge funds’ bij beursondernemingen zoals Ahold en Stork.⁴ Beide ondernemingen waren ten tijde van het Kamerdebat over de uitspraken van Wijn verwickeld in een publieke confrontatie met een groep hedge funds die ijverden voor een opsplitsing van de betreffende concerns en de verkoop van bepaalde bedrijfsonderdelen. Een van die fondsen was Centaurus, een vanuit London opererend hedge fund dat met geld van institutionele beleggers investeerde met een activistische strategie in aandelen van beursondernemingen. Tot de beleggers in Centaurus behoorden ook Nederlandse pensioenfondsen.⁵

1. Kenbaar uit ‘Investeerders zijn net sprinkhanen’, *Volkskrant* 21 augustus 2006. De vergelijking van investeerders met sprinkhanen was een jaar eerder in Duitsland al getrokken door de toenmalige SPD-voorzitter Müntefering in een interview in *Bild am Sonntag* van 17 april 2005: “Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir.”
2. ‘Zalm verwijt Wijn karikatuurteksten’, *Telegraaf* 26 augustus 2006.
3. Beantwoording van Kamervragen door Minister van Economische Zaken Wijn over de waardering van het kabinet van de rol die private equity speelt bij overnames van Nederlandse ondernemingen van 29 augustus 2006, *Handelingen II*, 2005/06, TK 99, p. 6105-6108.
4. Deze voorbeelden werden eerder aangehaald door CDA-Kamerlid De Nerée tot Babberich tijdens het Kamerdebat over de Voorjaarsnota 2006 op 28 juni 2006, *Handelingen II*, 2005/06, TK 96, p. 5958.
5. Aldus fondsbeheerder Oppetit in een interview getiteld ‘Wij zoeken altijd de dialoog met bedrijven, Ahold is een uitzondering’, *NRC Handelsblad* 16 september 2006.

De strategie van deze categorie activistische hedge funds bestond er grosso modo in om eerst een minderheidsbelang te verwerven in een beursgenoteerde onderneming waarvan de marktwaarde onder de gepercipieerde intrinsieke waarde van de onderneming lag of achterbleef ten opzichte van de waardering van sectorgenoten. Vervolgens nam het fonds, alleen of gezamenlijk met andere activistische investeerders, actief stappen om de 'inefficiëntie' in de marktwaardering weg te doen nemen, bijvoorbeeld door aan te sturen op de verkoop van bedrijfsonderdelen in combinatie met uitkering van de opbrengst aan aandeelhouders of door aan te dringen op het verleggen van de strategie.⁶ Dit gebeurde vooral achter de schermen in contacten met de vennootschapsleiding en met andere aandeelhouders, maar zeker wanneer het gewenste resultaat uitbleef kon een activistische aandeelhouder er ook toe overgaan om een publieke campagne tegen de vennootschapsleiding van de betreffende onderneming te voeren. Tactieken die daarbij werden gebruikt waren 'moral suasion' ten opzichte van het management en andere aandeelhouders via publieke communicatie, maar ook het gebruik maken van aandeelhoudersrechten zoals het agenderingsrecht en – in uiterste gevallen – het entameren van gerechtelijke procedures.⁷

Deze stijl van publiek aandeelhoudersactivisme was nieuw in Nederland. In een onderzoeksrapport over het optreden van private equity en hedge funds in Nederland van oktober 2007 dat in opdracht van het Ministerie van Financiën was opgesteld werden veertien gevallen van aandeelhoudersactivisme door hedge funds bij Nederlandse beursondernemingen beschreven.⁸ Deze veertien gevallen waren getraceerd via een trefwoordenonderzoek in het archief

-
6. Deze beschrijving is gebaseerd op A.W.A. Boot & K. Cools, 'Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur', in S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, Amsterdam: KVS 2007, p. 21.
 7. Kenbaar uit het verslag van de voorjaarsvergadering van de Vereniging Corporate Litigation van 19 mei 2006 waarin de fondsbeheerder van het activistische fonds Knight Vinke een voordracht hield over de wijze waarop activistische aandeelhouders opereerden. Zie M. Bras, 'Verslag vergadering Vereniging Corporate Litigation over verantwoordelijkheid van aandeelhouders ten opzichte van de vennootschap', *Ondernemingsrecht* 2006, 155. Zie voor contemporaine reacties op het verschijnsel hedge funds G.T.M.J. Raaijmakers & R.H. Maatman, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006, 77 en E.P.M. Vermeulen, 'De rol van hedge funds: symbiose of parasiet?', *TOP* 2006, p. 44-46.
 8. A. de Jong, P.J.G. Rooseboom, M.J.C.M. Verbeek & P. Verwijmeren, *Hedgefondsen en Private Equity in Nederland*, onderzoeksrapport RSM Erasmus University, opgesteld in opdracht van het Ministerie van Financiën, 31 oktober 2007, *Kamerstukken II*, 2007/08, 31 083, nr. 5 (bijlage), p. 117-140. De veertien ondernemingen waar de casus betrekking op hadden, waren Shell, Unilever, CSM, Laurus, PinkRoccade, Versatel, ASMI, Ahold, Stork, ArcelorMittal, Euronext, AkzoNobel, Stork en ABN AMRO.

van het *Financieele Dagblad* over de periode vanaf 1985.⁹ Alle veertien gevallen hadden plaatsgevonden in de periode vanaf 2004.¹⁰ De groep hedge funds die (openlijk) bij deze campagnes waren betrokken was klein. Bij de veertien voorvallen waren in totaal twaalf fondsen betrokken die in elf van de gevallen in wisselende samenstelling met elkaar optrokken.¹¹ Het eerder genoemde Centaurus was bij zes gevallen betrokken, vaak vanuit een dominante positie in een groep met andere activistische aandeelhouders.¹² Volgens de onderzoekers waren de hedge funds uiteindelijk in acht van de veertien publieke campagnes geheel of gedeeltelijk succesvol in het ingewilligd krijgen van hun eisen.¹³ Ook achter de schermen was de druk vanuit hedge funds op de besturen van beursondernemingen sterk toegenomen. In antwoord op een enquête die in het kader van hetzelfde onderzoek was verspreid onder Nederlandse beursondernemingen maakten 20 respondenten melding van in totaal 64 investeringen van hedge funds in de betreffende beursondernemingen. In 26 van die gevallen ging de investering gepaard met een ‘actieve benadering’ van het bestuur door het betreffende hedge fund. Slechts in twee van die 26 gevallen was de benadering door het hedge fund uiteindelijk publiekelijk bekend gemaakt.¹⁴ In zoverre vormden de publiekelijk gerapporteerde gevallen van aandeelhoudersactivisme maar een klein deel van een groter geheel.

Het meest spraakmakende geval van aandeelhoudersactivisme betrof het optreden van het hedge fund The Children’s Investment Fund (TCI) bij ABN AMRO in het voorjaar van 2007. Op 20 februari 2007 stuurde TCI een brief aan het bestuur van ABN AMRO die tevens een agenderingsverzoek in de zin van artikel 2:114a BW met betrekking tot de aankomende AVA van 26 april 2007 inhield. In een typische ‘*Dear Board Letter*’ stelde TCI dat ABN AMRO om een aantal redenen ondermaats presteerde en dat de verschillende onderdelen van ABN AMRO afzonderlijk meer waard waren dan de som der delen.¹⁵ Concreet vroeg TCI het bestuur van ABN AMRO om een vijftal punten op de

9. Ibid, p. 65.

10. Ibid. Zoals in voetnoot 24 op dezelfde pagina is aangegeven, is dit beeld echter niet helemaal juist. Bij Vendex KBB was in mei 2003 al sprake van een activistische campagne door investeerder Wyser-Pratte en later het hedgefonds K-Capital. Omdat de casus rond Vendex KBB in het onderzoek was ingedeeld als private equity-casus (vanwege de overname door KKR in 2004) was deze casus niet meegeteld in het onderzoek naar de activiteiten van hedge funds. De casus rond VNU (2005-2006) was om dezelfde reden niet meegeteld. In feite waren er dus zestien gevallen van aandeelhoudersactivisme geregistreerd.

11. Ibid, p. 66.

12. Het betrof de gevallen bij CSM, PinkRoccade, Versatel, Ahold, Nutreco en Stork. Ook hier is de uitkomst vertekend door de opzet van het onderzoek: Centaurus had ook belangen in VNU en Vendex KBB en was dus in totaal bij acht voorvallen van aandeelhoudersactivisme betrokken.

13. Ibid, p. 67.

14. Ibid, p. 68-71.

15. De brief is thans nog te raadplegen via het Alphaville blog van de Financial Times. Zie <<http://ftalphaville.ft.com/blog/2007/02/21/2666/tcis-letter-to-abn-amro/>>.

agenda voor de op 26 april 2007 geplande aandeelhoudersvergadering te plaatsen, waaronder een instructie om zichzelf op te splitsen en de daaruit voortvloeiende verkoopopbrengsten als superdividend aan de aandeelhouders uit te keren en de instructie om af te zien van de op dat moment voorbereide acquisitie van de Italiaanse bank CapItalia.¹⁶ Over alle door TCI voorgedragen agendavoorstellen moest van TCI door de aandeelhoudersvergadering van ABN AMRO worden gestemd. Uiteindelijk zijn drie van de vijf agendapunten aangenomen, waaronder de instructie aan het bestuur van ABN AMRO om tot desinvestering van de verschillende bedrijfsonderdelen over te gaan.¹⁷ Op het moment dat de voorstellen van TCI in de aandeelhoudersvergadering werden besproken, waren de ontwikkelingen rondom ABN AMRO reeds in een stroomversnelling geraakt. Of de (niet-bindende) stemming over de agendapunten als zodanig daadwerkelijk invloed heeft gehad op het verdere verloop van zaken, uiteindelijk resulterend in de overname van ABN AMRO door het consortium van Royal Bank of Scotland, Santander en Fortis, is achteraf bezien niet geheel duidelijk. Wel staat vast dat de handelingsvrijheid van het bestuur van ABN AMRO aanzienlijk werd beperkt door de op basis van de door TCI voorgestelde agendapunten genomen aandeelhoudersbesluiten. Buiten enige twijfel staat dat het agenderingsverzoek zelf zeer verstrekkende gevolgen heeft gehad: ABN AMRO werd hierdoor de facto ‘in play’ gebracht als doelwit voor een overname. Later zou blijken dat dit ook precies de bedoeling van TCI is geweest.¹⁸

Aan activistische aandeelhouders zoals Centaurus of TCI lijkt bij de discussies rond de totstandkoming van het Wetsvoorstel structuurregeling en de Code niet te zijn gedacht.¹⁹ Toch zijn het in de periode vanaf 2004 juist activistische aandeelhouders geweest die gebruik hebben gemaakt van de nieuwe rechten en aanspraken die aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen aan deze wetswijzigingen konden ontlenen. Zij maakten daarbij gebruik van normatieve argumenten over governance en beschermingsconstructies die zij aan de Code ontleenden. Zij maakten ook gebruik van de via het enquêterecht geboden rechtsingang om desnoods een interventie van de Ondernemingskamer

16. Kenbaar uit de agenda voor de algemene vergadering van aandeelhouders van ABN AMRO Holding N.V. van 26 april 2007. Zie <http://www.group.abnamro.com/shareholder_resources/meetings.cfm>.

17. Zie de notulen van deze aandeelhoudersvergadering, p. 75-78. Voor de toelichting die vanuit TCI ter vergadering op haar agendapunten werd gegeven, zie p. 65-66 van de notulen. Bron: <http://www.group.abnamro.com/shareholder_resources/meetings.cfm>.

18. Zie Battes/Elshout 2008, p. 70-77.

19. In dezelfde zin C.F. van der Elst, A. de Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen’, onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur van 24 oktober 2007, gepubliceerd als bijlage bij het SER-advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur van 15 februari 2008 (08/01A), p. 99.

in de vorm van onmiddellijke voorzieningen te verzoeken met betrekking tot hun meningsverschillen met de betreffende beursondernemingen. De bekendste voorbeelden hiervan zijn de campagnes van activistische aandeelhouders die uiteindelijk leidden tot beschikkingen van de Ondernemingskamer in de zaken *Versatel* (2005-2006)²⁰ en *Stork* (2006-2007).²¹ Ook andere aandeelhouders begonnen zich in navolging van deze activistische aandeelhouders op vergelijkbare wijze te roeren. Zo hield Franklin Templeton, een doorgaans passief regulier beleggingsfonds ('*mutual fund*'), via een enquêteprocedure tegen dat DSM op haar AVA in maart 2007 een voorstel tot statutenwijziging in stemming zou brengen dat de invoering van een loyaliteitsdividend voor 'trouwe' aandeelhouders mogelijk zou maken.²² Het meest in het oog springend geval betrof wederom ABN AMRO, waar de VEB in mei 2007 via een enquêteprocedure bewerkstelligde dat het ABN AMRO bij wijze van onmiddellijke voorziening tot nader order werd verboden om de verkoop van haar Amerikaanse divisie LaSalle aan Bank of America met een transactiewaarde van EUR 15,5 miljard uit te voeren.²³

De opkomst van het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme door activistische hedge funds is niet de enige ontwikkeling die zich in het verlengde van het proces van herpositionering van de aandeelhouder in de periode tot 2004 heeft voorgedaan. In de literatuur is door schrijvers als Raaijmakers Jr²⁴ en

-
20. Gerechtshof Amsterdam (OK) 27 september 2005, *JOR* 2005/272 (*Versatel I*), Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 december 2005, *JOR* 2006/7 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Versatel II*), Gerechtshof Amsterdam (OK) 24 maart 2006, *JOR* 2006/98 (*Versatel III*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 8 december 2006, *JOR* 2007/41, *Ondernemingsrecht* 2007, 54 m.nt. P.M. Storm (*Versatel IV*). Over *Versatel II* schreef ook M.J.G.C. Raaijmakers, 'Versatel: werkt Code Tabaksblad nog na gestanddoening openbaar bod?', *Ae* 2006, p. 198-207.
21. Gerechtshof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 m.nt. J.M. Blanco Fernández, *Ondernemingsrecht* 2007, 53 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Stork*). Zie voorts C.D.J. Bulten, 'Lessen uit Stork', *TOP* 2007, p. 142-145, M.J.G.C. Raaijmakers 'Stork', *Ae* 2007, p. 346-353. Zie voor beschouwingen in een breder perspectief voorts G.N.H. Kemperink, 'De rol van de raad van commissarissen bij opsplitsingsscenario's in het licht van de Stork-beschikking', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Van der Heijden-reeks nr. 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 109-125 en J.M. de Jongh, 'Gij zult splitsen: instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2007, 11.
22. Gerechtshof Amsterdam (OK) 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 m.nt. M. Brink, *Ondernemingsrecht* 2007, 138 m.nt. P.M. Storm (*DSM*).
23. Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 m.nt. M.P. Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2007, 103 m.nt. M.J. van Ginneken (*ABN AMRO*). Zie ook M.J. van Vliet, 'Ondernemingskamer: verkoop van LaSalle 'in de sfeer van artikel 2:107a BW', is dat voldoende?', *NJB* 2007, p. 1512-1520.
24. G.T.M.J. Raaijmakers, 'De financiële markt en het ondernemingsrecht', oratie VU 2009, *Ondernemingsrecht* 2009, 104.

Boot²⁵ in meer algemene zin betoogd dat deze herpositionering ertoe heeft geleid dat beursondernemingen in toenemende mate op de financiële markten, in het bijzonder de aandelenmarkt, georiënteerd raakten en dat zij als gevolg hiervan ook meer dan voorheen aan de grillen van deze markten werden blootgesteld. In hun analyse waren de hierboven beschreven gevallen van openlijk aandeelhoudersactivisme slechts een onderdeel van een meeromvattend verschijnsel waarbij niet alleen aandeelhouders, maar ook bestuurders en commissarissen ander gedrag waren gaan vertonen. Volgens Boot vertaalde de toegenomen oriëntatie op de financiële markten zich in wat hij omschreef als een “*corporate finance-perspectief*”. In dit perspectief stond maximalisatie van aandeelhouderswaarde, concreet vertaald via maatstaven en indicatoren als Economic Value Added (EVA) en Value Based Management (VBM) dan wel simpelweg benaderd via de aandelenkoers, in meerdere opzichten centraal: als instrument voor interne aansturing, als prestatie maatstaf voor bezoldiging en als centrale beoordelingsfactor voor strategische beslissingen.

Ter illustratie kan worden gewezen op de volgende opmerking van Trude Maas, indertijd commissaris bij ABN AMRO: “*Sommige dingen hebben we als vanzelfsprekend aangenomen. Zo is er gekozen om aandeelhouderswaarde als criterium voor succes te nemen. Over die verreichende beslissing is heel weinig doorgesproken. We leefden allemaal in de sfeer die ook de achtergrond vormde voor de code-Tabaksblat: de aandeelhouder was in Nederland te lang te klein gehouden. Wat betreft beloningen wilden we indertijd allemaal wel geloven in die alignment theorie: zorg dat de bestuurders dezelfde belangen hebben als de aandeelhouders. Een vorm van groupthink natuurlijk, vinden we nu.*”²⁶

Deze benadering kon volgens Boot leiden tot “*anorexia-achtige organisaties*” en tot een meer op de korte termijn georiënteerd beleid om het kapitaalbeslag van de onderneming terug te brengen, bijvoorbeeld via aandeleninkoop of een hoger dividend.²⁷ Ook Raaijmakers betrok de stelling dat een te grote invloed van de financiële markten op de corporate governance van beursondernemingen een belemmering kon opleveren voor het streven naar lange-termijn duurzaamheid en stabiliteit van beursondernemingen in de Nederlandse economie.²⁸

25. A.W.A. Boot, *De onwortelde onderneming: ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, Assen: Kon. van Gorcum 2009.

26. Weergegeven in H. Schenk et al (reds.), ‘Deelonderzoek 1: overzicht en analyse van de relevante nationale en internationale regelgeving voor het financiële stelsel’, onderzoek in opdracht van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie De Wit) van 10 juni 2010, *Kamerstukken II*, 2009/10, 31 980, nr. 6, p. 130-131 (verwijzend naar een voordracht van Maas tijdens de Nationale Commissarissendag van 15 januari 2009).

27. Boot 2009, p. 16-48.

28. Raaijmakers G. 2009a, p. 441.

HOOFDSTUK 6

Deze observaties staan haaks op de in het vorige hoofdstuk beschreven discussies in de periode tot 2004 waarin door een meerderheid van de participanten juist voor een vergroting van de oriëntatie van beursondernemingen op de financiële markten, in het bijzonder de aandelenmarkt, was gepleit.

Hoe kan worden verklaard dat de herpositionering van aandeelhouders in de periode tot 2004 in de jaren erna zo anders is uitpakend dan indertijd werd verwacht? Naar mijn mening is dit toe te schrijven aan een aantal breuklijnen die zich onder de oppervlakte van het ‘nieuwe’ bestel van corporate governance bevonden.²⁹ Sommige van deze breuklijnen hadden betrekking op de normatieve uitgangspunten, andere zagen op de onderliggende feitelijke veronderstellingen en weer andere waren ingebed in het juridisch kader. Deze breuklijnen worden beschreven in §6.2. Deze breuklijnen veroorzaakten schokken, althans droegen daaraan bij in de context van de financiële crisis. Tegelijkertijd was echter ook sprake van een aantal constanten die het effect van de breuklijnen mitigeerden. In het bijzonder betreft dit de rechtspraak van de Hoge Raad. De beschikking van de Hoge Raad inzake *ABN AMRO*³⁰ neemt hierin een belangrijke plaats in: de door de Hoge Raad reeds in *RNA* en *HBG* uitgezette lijnen werden hierin doorgetrokken en de beschikking in *ABN AMRO* legde ook de basis voor zijn latere *ASMI*-beschikking. Door juist in de ‘turbulente tijden’ vast te houden aan de eerder uitgezette koers, was de Hoge Raad met zijn rechtspraak ook in de jaren na 2004 een belangrijke stabiliserende factor in het krachtenveld rondom beursvennootschappen. Dit wordt uitgewerkt in §6.3. De rest van dit hoofdstuk gaat over de correcties die in de periode vanaf 2007 vanuit wetgeving, rechtspraak, zelfregulering en beleid op nationaal- en Europees niveau zijn aangebracht op het bestel van corporate governance. §6.4 geeft een overzicht van de belangrijkste vervolgonwikkelingen. Een volledige beschrijving van alle ontwikkelingen is hierbij niet beoogd, de nadruk ligt op het duiden van de hoofdlijnen. In §6.5 wordt de vraag behandeld in hoeverre de gesignaleerde breuklijnen met de doorgevoerde c.q. in het vooruitzicht gestelde correcties daadwerkelijk zijn gedicht. §6.6 bevat een korte afronding.

29. De metafoor van de breuklijn is ontleend aan Rajan 2010 (“*fault lines*”).

30. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178 m.nt. M.P. Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2007, 127 m.nt. M.J. van Ginneken (*ABN AMRO*).

6.2 Breuklijnen

6.2.1 *Eerste breuklijn: terugtrekkende bewegingen van Nederlandse institutionele beleggers*

In hoofdstuk 5 is uiteengezet dat rond de verruiming van de bevoegdheden van aandeelhouders in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling uit 2004 en rond de herpositionering van aandeelhouders in het kader van de Code Tabaksblat uit 2003 in een belangrijke rol voor de Nederlandse institutionele beleggers was voorzien. In hoofdstuk 5 is ook beschreven hoe met name de Nederlandse pensioenfondsen zich vanaf de tweede helft van de jaren '90 in hun openbare uitlatingen weliswaar nadrukkelijker waren gaan profileren als mogelijk toekomstig 'kernaandeelhouder' van Nederlandse beursondernemingen, maar dat er door de uitbreiding van hun wereldwijde beleggingsportefeuille in aandelen eerder sprake lijkt te zijn geweest van een netto afbouw in beleggingen in Nederlandse beursfondsen. Tot slot is in hoofdstuk 5 al beschreven hoe vanuit institutionele beleggers zelf al in reactie op de Code de twijfel werd uitgesproken of zij vanwege tijdsbeslag en kosten wel in staat zouden zijn om de voor hen voorziene rol als actieve aandeelhouder te vervullen.

De eerste breuklijn bestond erin dat het nieuwe bestel van corporate governance ervan uitging dat institutionele beleggers in dit bestel een bepaalde rol zouden vervullen, terwijl nog niet duidelijk was of en zo ja in hoeverre zij deze rol daadwerkelijk op effectieve wijze zouden kunnen- en willen – vervullen.³¹ Dit gold zowel voor de omvang van de aandelenbelangen van institutionele beleggers – de gewenste 'economische beschermingsconstructie' die in de plaats van juridische beschermingsconstructies zou moeten komen – als ook voor de wijze waarop institutionele beleggers invulling aan hun aandeelhouderschap zouden geven. De wetswijzigingen en Code-bepalingen hadden met betrekking tot institutionele beleggers in belangrijke mate een aspirerend karakter: zij liepen vooruit op een feitelijke situatie die nog niet bestond. De gedachte was daarbij dat de gewenste feitelijke situatie vanzelf zou ontstaan wanneer bepaalde belemmeringen zouden zijn weggenomen en wanneer beursondernemingen zich meer op de belangen van institutionele beleggers zouden gaan richten. Dit bleek uiteindelijk niet het geval te zijn.

31. In dezelfde zin G.T.M.J. Raaijmakers, 'Actuele ontwikkelingen over aandeelhoudersinvloed', *TFR* 2006, p. 5-6: "Het gevolg is het ontstaan van een soort vacuüm, (...): het oude stakeholdersmodel waarin de ondernemingsleiding vooral werd gemonitord door 'de stakeholders' is verlaten, terwijl er nog geen goed functionerend model van aandeelhoudersmonitoring voor in de plaats is gekomen."

Dat de wijze van optreden van institutionele beleggers in het nieuwe bestel van corporate governance in feite nog een onzekere factor was, is indertijd ook expliciet onderkend. Zo maakte Minister van Financiën Zalm in zijn voordracht tijdens de European Corporate Governance Conference in oktober 2004 de volgende opmerking: *“I think that we will witness a shift of emphasis in the codes from rules of behaviour for board members to rules of behaviour for shareholders, especially large institutional investors, like pension funds and mutual funds. Public pressure mounts that these funds participate at shareholders’ meetings and are transparent about their voting policy. Moreover, the internal governance of these funds is now a topic for discussion. As these large investors are increasingly participating in the decision making at shareholders’ meetings, it is also important that the agencies that advise these large investors are really independent and are transparent about their operations.”*³² De door Zalm geschetste ontwikkeling vond ook plaats. Zo moesten Nederlandse institutionele beleggers met beursgenoteerde aandelen in hun beleggingsportefeuille vanaf het boekjaar 2007 rapporteren over de naleving van de tot institutionele beleggers gerichte best practices van de Code (artikel 5:86 Wft). Ook maakte de sector zelf werk van de toegenomen verantwoordelijkheid (en aandacht) door het richtlijnen, speerpunten en andere vormen van ‘guidance.’³³ De vraag is echter in hoeverre deze maatregelen daadwerkelijk effectief waren.

In de jaren volgend op de vaststelling van de Code is door Raaijmakers³⁴ en later ook door Abma³⁵ gewaarschuwd dat de gewenste actievare opstelling van institutionele beleggers in de praktijk nog altijd niet realiseerbaar bleek. Als oorzaken noemden zij onder meer een aantal belemmeringen waarmee institutionele beleggers nog steeds werden geconfronteerd, zoals verplichtingen om aandelen voorafgaand aan een AVA voor een bepaalde periode te blokkeren of logistieke problemen rond stemmen op afstand. Zij noemden echter ook

-
32. Speech Minister van Financiën Zalm tijdens de European Corporate Governance te Den Haag op 18 oktober 2004, opgenomen in het *Report of the High Level Group of Company Law Experts for the European Corporate Governance Conference on European Corporate Governance in company law and codes* van 18 oktober 2004 (<http://ec.europa.eu/internal_market/company>), p. 84. Zie voor een verslag van dit congres J.B.S. Hijink, ‘Verslag van ‘The European Corporate Governance Conference’’, *Ondernemingsrecht* 2005, 95.
 33. Voorbeelden zijn de *statements* van het International Corporate Governance Network (ICGN), een internationaal overkoepelende organisatie van institutionele beleggers, en de speerpuntbrieven van Eumedion, de organisatie die per 1 januari 2006 de activiteiten van de voormalige Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen (SCGOP) heeft voortgezet en uitgebouwd.
 34. G.T.M.J. Raaijmakers, ‘Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA’, *TvOB* 2004, p. 3-10, G.T.M.J. Raaijmakers, ‘Beleggers, aandeelhouders en de AVA’, *Ondernemingsrecht* 2005, 38 en Raaijmakers G. 2006.
 35. R. Abma, ‘Het stemproces van institutionele beleggers’, in G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, preadviezen van de Vereniging Handelsrecht 2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 75-151.

een aantal meer fundamentele factoren. Zo wees Raaijmakers op de tegenstrijdige belangen waarmee met name de verzekeraars te maken hadden: voor de afdeling vermogensbeheer van een verzekeraar was het weinig aantrekkelijk om als aandeelhouder in een beursfonds de confrontatie met de vennootschapsleiding aan te gaan wanneer de verzekeraar vanuit andere business units een commerciële relatie met de betreffende onderneming had.³⁶ Abma wees – in navolging van Frijns en Maatman³⁷ – op de kosten-batenanalyse die institutionele beleggers ten aanzien van hun stemgedrag op het grote aantal verschillende aandelenpakketten in hun portefeuille moesten maken.³⁸ Volgens Abma kon deze kosten-batenanalyse zodanig uitvallen dat een institutionele belegger in het geheel geen gebruik maakte van de stemrechten op zijn aandelen of hij zich bij de uitoefening van zijn stemrechten blind verliet op de adviezen van stemadviesbureaus (*proxy advisors*) zoals ISS en GlassLewis.³⁹

In algemene zin stelden Raaijmakers en Abma dat institutionele beleggers nog altijd onvoldoende prikkels hadden om daadwerkelijk een actieve invulling aan hun aandeelhouderschap in beursondernemingen te geven, waardoor de verwachtingen van institutionele beleggers zoals geformuleerd in de Code en de discussies daaromheen niet waargemaakt konden worden.⁴⁰ Activiteiten op het gebied van *'engagement'* door institutionele beleggers met de vennootschapsleiding over aangelegenheden van corporate governance buiten het bestek van aandeelhoudersvergaderingen vonden nog niet consequent en gestructureerd plaats.⁴¹ Het absenteïsme van institutionele beleggers bij AVA's bleef relatief hoog, het percentage uitgebrachte stemmen steeg nauwelijks (in 2006 gemiddeld 36%)⁴² en wanneer institutionele beleggers wel op hun aandelen stemden was niet altijd zeker of hun stemgedrag berustte op een geïnformeerde en weloverwogen analyse van de betreffende agendapunten.⁴³ Ook

36. Raaijmakers G. 2005, p. 111. Deze opvatting van Raaijmakers werd ondersteund door empirisch onderzoek van De Jong et al. naar het stemgedrag van institutionele beleggers waaruit bleek dat er een omgekeerd verband bestond tussen het aandelenbelang van verzekeraars in een betreffend fonds en de kans op tegenstemmen tegen agendapunten op de AVA: hoe groter het belang van verzekeraars, des te kleiner de kans op tegenstemmen. Zie A. de Jong, G. Mertens & P.G.J. Roosenboom, 'Hoe actief zijn aandeelhouders in Nederland? Een empirische analyse van opkomst en stemgedrag', *MAB* 2005, p. 97-107, in het bijzonder p. 104.

37. Zie Maatman 2004a.

38. Abma 2007, p. 81-114.

39. Ibid, p. 86-97.

40. Raaijmakers G. 2005, p. 107, Raaijmakers G. 2006, p. 4-5, Abma 2007, p. 75-80.

41. Raaijmakers G. 2005, p. 107. Zie voor een positiever beeld Abma 2007, p. 109-114, die hierbij wel opmerkt dat veel institutionele beleggers activiteiten op het terrein van engagement uitbestedden aan andere institutionele beleggers of gespecialiseerde vermogensbeheerders.

42. Abma 2007, p. 80.

43. Raaijmakers G. 2005, p. 107.

bood de gang van zaken tijdens de meeste AVA's weinig aanknopingspunten voor institutionele beleggers om een constructieve en zinvolle gedachtewisseling met de vennootschapsleiding en met andere aandeelhouders te voeren.⁴⁴

Deze opvatting werd niet alleen vanuit de institutionele beleggers geuit. In 2005 schetste Den Boogert nog het volgende beeld van de gang van zaken tijdens aandeelhoudersvergaderingen: *“De jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders zou de hoogtijdag in het leven van de grote NV met verspreid aandelenbezit moeten zijn. In werkelijkheid is het een dag van teleurstelling en niet zelden een dag van boosheid en frustratie. Aandeelhouders trekken ter vergadering met de gerechtvaardigde verwachting dat bestuur en commissarissen zullen laten zien hoe en met welke mooie resultaten zij het geld van aandeelhouders gedurende het verstreken jaar hebben beheerd. Bestuur en commissarissen verwachten dank voor hun inzet en toewijding wanneer het goed is gegaan en begrip en mededogen wanneer het wat minder of ronduit slecht is gegaan. Hoe bedrogen komen zij uit! Spraakmakende aandeelhouders blijken zich te hebben opgemaakt om bestuur en commissarissen de les te lezen. De toon van vraagstelling is vaak ingebrekestellend van aard. Achter de bestuurs- en commissarissentafel lijkt de ongeschreven code te zijn: blijf beleefd en zorg dat zo snel mogelijk en zonder kleerscheuren de eindstreep wordt gehaald. Is de vergadering geëindigd dan is de algemene vergadering als met zeggenschap bekleed orgaan van de NV immers weer ontmanteld en tot machteloosheid gedoemd.”*⁴⁵

Raaijmakers en Abma signaleerden nog een andere belangrijke trend: het uitbesteden van activiteiten op het gebied van corporate governance door institutionele beleggers. Dit uitbesteden gebeurde zowel indirect via het stemmen conform de aanbevelingen van stemadviesbureaus als ook direct via de inschakeling van gespecialiseerde vermogensbeheerders.⁴⁶ Abma beoordeelde de ontwikkeling rond het gebruik van stemadviesbureaus overwegend positief, al maakte hij hierbij wel de kanttekening dat de stemadviezen gegeven de dominante positie van stemadviesbureaus ISS en Glass Lewis doorgaans waren gebaseerd op een analyse vanuit Amerikaans perspectief.⁴⁷ Hetzelfde

44. Ibid: *“De feitelijke gang van zaken in veel vergaderingen maakt een inhoudelijke discussie over belangrijke aangelegenheden vaak moeilijk of onmogelijk. ‘Discussies’ hebben vaak het karakter van uitwisseling (en herhaling) van over en weer voorbereide standpunten en dat genomen besluiten de ‘vrucht van onderling overleg’ zijn, wordt dan twijfelachtig. De lange en soms wanordelijke vergaderingen die hiervan het gevolg zijn bieden weinig ‘tegenwicht’ en zijn niet bevorderlijk voor deelname aan de AVA.”*

45. M.W. den Boogert, ‘De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris’, *Ondernemingsrecht* 2005, 87, p. 255.

46. Abma 2007, p. 90-106 en Raaijmakers G. 2005, p. 108.

47. Abma 2007, p. 94.

deed zich voor bij uitbesteding aan externe vermogensbeheerders, waarbij ook het stembeleid van de externe beheerder werd gevolgd. In toenemende mate besteedden Nederlandse institutionele beleggers het extern beheer van pensioenvermogen namelijk uit aan buitenlandse vermogensbeheerders, voornamelijk aan Amerikaanse en Britse partijen. In 2004 was nog 35% van het extern beheerd Nederlands pensioenvermogen bij buitenlandse beleggers uitbesteed. In 2005 steeg dit percentage naar 50% en in 2006 naar 56%.⁴⁸ Zodoende werd de uitoefening van de stemrechten op de aandelenpakketten van Nederlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursondernemingen in toenemende mate vanuit een Brits of Amerikaans beoordelingskader bepaald. Hetzelfde gold voor de aan- en verkoopbeslissingen die door de Nederlandse institutionele beleggers met betrekking tot deze aandelenpakketten werden genomen.

Institutionele beleggers waren niet alleen via hun eigen portefeuille aan directe beleggingen in aandelen betrokken bij Nederlandse beursondernemingen, maar ook indirect via hun beleggingen in *'alternative investments'* in de vorm van hedge funds.⁴⁹ De impact van de beleggingen van institutionele beleggers in hedge funds moet in dit verband niet worden overschat. Van alle hedge funds wereldwijd in 2007 had naar schatting slechts 1% een activistische strategie met betrekking tot beleggingen in aandelen van beursgenoteerde ondernemingen.⁵⁰ Het overgrote deel van investeringen van Nederlandse institutionele beleggers in hedge funds zag dus niet op beleggingen in aandelen of op beleggingen in fondsen met een activistische strategie. Ook waren activistische hedge funds wereldwijd actief, wat betekent dat de totale omvang van investeringen door Nederlandse institutionele beleggers in hedge funds die op de Nederlandse markt actief waren in verhouding nog kleiner was. Tegelijkertijd illustreert het in de inleiding aangehaalde voorbeeld van Centaurus dat de beleggingen van institutionele beleggers in activistische hedge funds wel degelijk een impact op het Nederlandse corporate governance-landschap hebben gehad.

Uit het bovenstaande volgt dat de Nederlandse institutionele beleggers in de eerste jaren na de vaststelling van de Code nog niet aan de verwachtingen rond hun nieuwe rol voldeden. De mate van activiteit (deelname aan AVA's, uitoefenen stemrechten, engagement buiten AVA's om) bleef ondanks inspanningen van bijvoorbeeld de grote pensioenfondsen over het geheel genomen relatief laag. De activiteiten die wel vanuit Nederlandse institutionele beleggers werden verricht kregen ondertussen via verschillende vormen van uitbesteding in toenemende mate een internationaal karakter.

48. Ibid, p. 100 en voetnoot 70.

49. Raaijmakers G./Maatman 2006, p. 257-258.

50. Boot/Cools 2007, p. 21.

Er was ook in een ander opzicht sprake van terugtrekkende bewegingen: de omvang van de beleggingen in aandelen van Nederlandse beursondernemingen. Nederlandse pensioenfondsen hadden weliswaar het percentage van beleggingen in aandelen in hun totale beleggingsportefolio – na een korte dip vanwege de dotcom-crash op de aandelenmarkten in de Verenigde Staten in 2001 en 2002 – verhoogd naar circa 49% in 2003 (ten opzichte van 23% in 1995), maar deze stijging had zich hoofdzakelijk vertaald in een relatieve toename van beleggingen in buitenlandse aandelen: 80% in 2003 tegenover circa 60% in de periode 1995-1998.⁵¹ Deze ontwikkeling lijkt zich in de jaren erna ook te hebben doorgezet, waarbij ook sprake lijkt te zijn geweest van een steeds verdere spreiding binnen de portfolio en daarmee van een steeds verdergaande versnippering van de omvang van individuele aandelenbelangen. Ook bij andere institutionele beleggers zoals verzekeraars lijkt zich een dergelijke ontwikkeling te hebben voorgedaan. Het effect was hoe dan ook duidelijk zichtbaar. Werd in 1995 nog 24% van de aandelen in Nederlandse beursondernemingen gehouden door Nederlandse institutionele beleggers, in 2005 bedroeg dit percentage nog maar 10%.⁵²

Een vergelijking van de berichtgeving van ABP Vermogensbeheer over de top 10 beleggingen in aandelen naar marktwaarde aan de hand van de jaarverslagen van het ABP levert bijvoorbeeld het volgende beeld op. Per ultimo 2003 bedroeg de totale marktwaarde van aandelenbeleggingen van het ABP nog EUR 57,4 miljard. De top 10 beleggingen vertegenwoordigden samen een waarde van EUR 6 miljard, ofwel een omvang van 11,4% van de totale portfolio. De grootste belegging was een belang ter waarde van EUR 1 miljard in Shell, goed voor 1,8% van het totaal. De overige top 10 belangen waren telkens ongeveer 1% van de totale portfolio. Deze belangen waren alle in buitenlandse ondernemingen en zagen qua sector op olie (BP, Total), financiële instellingen (RBS, Citigroup, HSBC), pharma (Pfizer, GlaxoSmithKline), levensmiddelen (Nestle) en telecom (Vodafone).⁵³ Het jaarverslag van PGGM over 2003 laat min of meer hetzelfde beeld zien.⁵⁴ Per ultimo 2006 bedroeg de totale waarde van de portefeuille van aandelenbeleggingen in de beleggingsportefeuille van ABP inmiddels EUR 75 miljard.

51. Raaijmakers G. 2005, p. 108.

52. R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends', *TvOB* 2006, p. 169 tabel 1 (verwijzend naar cijfers uit De Nederlandsche Bank, 'De beleggingsportefeuille van de Nederlandse particulier', *Statistisch Bulletin* juni 2006, p. 21-26).

53. Jaarverslag ABP 2003, p. 55.

54. Jaarverslag PGGM 2003, p. 23. PGGM had in de top 10 aandelenbeleggingen naast een belang in Shell ook nog een belang van EUR 365 miljoen in ING. De andere top 10 beleggingen waren achtereenvolgens Pfizer, Citigroup, Intel, Microsoft, General Electric, Total, Novartis en UBS.

De top 10 beleggingen naar omvang vertegenwoordigden samen een waarde van EUR 5,6 miljard, ofwel 7,5% van de totale portefeuille. Het grootste belang (in oliemaatschappij ExxonMobil) vertegenwoordigde 1,1% van de totale waarde van de portefeuille. De geografische en sectorale spreiding in de top 10 belangen was ten opzichte van 2003 ongewijzigd gebleven.⁵⁵ Ook bij PGGM was per ultimo 2006 in vergelijking tot de situatie per ultimo 2003 de omvang van de totale aandelenportefeuille aanzienlijk toegenomen en de relatieve omvang van de top 10 aandelenposities ten opzichte van de totale portefeuille aanzienlijk afgenomen.⁵⁶

Ter illustratie van de afbouw van het aandeel van Nederlandse aandelenbeleggingen door institutionele beleggers kan voorts worden gewezen op de ontwikkelingen in de portefeuilles van de fondsen van verzekeraar Delta Lloyd. Per ultimo 2001 hield het hoofdfonds Delta Lloyd Investment Fund op een totale aandelenportefeuille ter waarde van EUR 1,5 miljard nog een pakket ter waarde van EUR 122 miljoen aan aandelenbeleggingen in Nederlandse beursfondsen. Via specifieke fondsen (Delta Lloyd Euro Fonds en Delta Lloyd Nederland Fonds) werd nog eens voor EUR 89 miljoen aan Nederlandse aandelen gehouden.⁵⁷ Per ultimo 2003 hield het hoofdfonds van Delta Lloyd op een totale portefeuille van EUR 1,3 miljard nog maar EUR 66,6 miljoen aan Nederlandse aandelen, het eurofonds van Delta Lloyd voor EUR 62 miljoen en het Nederland fonds voor EUR 39 miljoen.⁵⁸ Aan het slot van 2004 was dit beeld weer veranderd. Het hoofdfonds hield nog maar EUR 34 miljoen aan Nederlandse aandelen op een totale portefeuille van EUR 1,45 miljard. Het Nederland fonds van Delta Lloyd was in 2004 wel gegroeid naar EUR 46 miljoen, maar hier stond weer een substantiële afname in het gedeelte van Nederlandse aandelenbeleggingen in het Euro fonds (in totaal EUR 14 miljoen) tegenover.⁵⁹ Bij een relatief constante omvang van de totale portefeuille naar marktwaarde gemeten nam het aandeel van Nederlandse aandelenbelangen in de portefeuille van het hoofdfonds van Delta Lloyd dus in een tijdsbestek van drie jaar dus aanzienlijk af, terwijl hier geen noemenswaardige toename van beleggingen in Nederlandse aandelen via andere fondsen tegenover stond.

Aan de andere kant was er juist een toename zichtbaar van de beleggingen in Nederlandse aandelen door buitenlandse beleggers, in het bijzonder door buitenlandse institutionele beleggers. In 2003 werd nog 69% van de aandelen in

55. Jaarverslag ABP 2006, p. 46.

56. Jaarverslag PGGM 2006, p. 30.

57. Jaarverslag Delta Lloyd Asset Management 2001, p. 39-50, p. 123-124 en p. 144.

58. Jaarverslag Delta Lloyd Asset Management 2003, p. 26-41, p. 65 en p. 123.

59. Jaarverslag Delta Lloyd Asset Management 2004, p. 37-45, p. 67-71 en p. 137.

Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen gehouden.⁶⁰ In 2005 bedroeg dit percentage 75% en ten aanzien van de 25 AEX-fondsen zelfs 80%.⁶¹ Deze toename werd voor een belangrijk deel veroorzaakt door een uitbouw van beleggingen in Nederlandse aandelen door Britse en Ierse vermogensbeheerders. In 2003 hielden deze beleggers nog 8% van de aandelen in Nederlandse AEX-fondsen, in 2005 was dat 21%.⁶² Onder deze groep Britse institutionele beleggers bevonden zich ook activistische vermogensbeheerders zoals Centaurus, Trafalgar en Mellon (later omgedoopt tot Fursa) die juist in deze periode actief werden op de Nederlandse markt.⁶³ Naast Britse institutionele beleggers waren ook Amerikaanse beleggers goed vertegenwoordigd: zij hielden per ultimo 2005 26% van de aandelen in de Nederlandse AEX-fondsen.⁶⁴

Illustratief voor deze ontwikkeling is de peiling van het aandeelhoudersbestand die ABN AMRO in december 2006 uitvoerde.⁶⁵ ABN AMRO was via een eigen onderzoek – de wettelijke regeling voor identificatie van investeerders van artikel 49a-e Wge bestond op dat moment nog niet – in staat om de identiteit van 78% van haar aandeelhouders te achterhalen. Van de geïdentificeerde aandelen was 87,3% in handen van institutionele beleggers en 12,7% in handen van particuliere beleggers. 15% van de geïdentificeerde aandelen werd gehouden door institutionele beleggers binnen de Benelux. Uit het overzicht blijkt niet of dit percentage mede het op dat moment door ING aangehouden belang van 11,55% in het kapitaal van ABN AMRO (hoofdzakelijk in de vorm van preferente aandelen)⁶⁶ omvatte, maar dit is wel aannemelijk. Daarnaast werden substantiële aandelenpakketten gehouden door institutionele beleggers uit de Verenigde Staten (17,2%), het Verenigd Koninkrijk (7,4%), Duitsland (7%), Frankrijk (3,9%) en Zwitserland (3,8%).

Een verklaring voor de handelswijze van Nederlandse institutionele beleggers is later aangereikt door Winter.⁶⁷ Institutionele beleggers werden door een combinatie van factoren, onder meer standaarden voor portfoliospreiding en

60. Abma 2006, p. 169 (verwijzend naar Federation of European Securities Exchanges, *Share ownership structure in Europe 2004*).

61. Ibid, p. 169-170.

62. Ibid, p. 169.

63. Zie voor een overzicht van de verschillende casus De Jong A. et al. 2007, p. 117-140.

64. Abma 2007, p. 169.

65. Jaarverslag ABN AMRO 2006, p. 90-91.

66. Jaarverslag ING Group 2006, p. 62.

67. J.W. Winter, 'Crisis wellicht keerpunt in beleggingsstrategie pensioenfondsen', *Pensioen Magazine* 2009, 183 en uitgebreid J.W. Winter, 'Aandeelhouder engagement en stewardship' in L. Timmerman et al (reds.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2011, p. 39-56.

intermediatie via vermogensbeheerders waarvan de beleggingsactiviteiten door prikkels gericht op transacties werden geleid, juist ertoe aangezet om een zeer diverse portfolio aan aandelenbeleggingen te voeren met een focus op het continu verrichten van aan- en verkooptransacties.⁶⁸ In een dergelijk krachtenveld, waarin liquiditeit en verhandelbaarheid van de beleggingen voorop staan, was het volgens Winter voor institutionele beleggers niet mogelijk om een betekenisvolle betrokkenheid bij de individuele beursondernemingen waarin werd belegd te ontwikkelen.⁶⁹

Winter merkte voorts op dat institutionele beleggers, hoewel van karakter lange termijnbeleggers vanwege de noodzaak om langlopende verplichtingen af te dekken, vanwege hun op diversificatie en liquiditeit gerichte actieve beleggingsstrategie in werkelijkheid juist korte termijnbeleggers waren geworden. Zijn conclusie was hard: *“Als zelfs pensioenfondsen als beleggers met een langetermijnhorizon in feite kortetermijnbeleggers zijn geworden, dan is de hele markt myopisch (bijziend) geworden, nog uitsluitend op de korte termijn gericht. Het is dit gegeven dat de governance kortsluiting voor beursgenoteerde ondernemingen veroorzaakt. Ondernemingen die vaak een langetermijnoriëntatie moeten hebben om goede strategische keuzes te kunnen maken en uitvoeren en om de investeringen te kunnen doen die nodig zijn voor hun succes, zijn feitelijk afhankelijk geworden van een kapitaalmarkt die continue kortetermijnbeloning voor aandeelhouders eist. Blijft die beloning uit, dan verkopen de institutionele beleggers hun aandelen en is de onderneming al snel overgeleverd aan activisten. We kunnen ons ergeren aan agressieve activisten, maar hun spel is alleen mogelijk doordat andere institutionele beleggers niet werkelijk geïnteresseerd zijn in de langetermijnstrategie van ondernemingen.”*⁷⁰

De Nederlandse institutionele beleggers hadden zich in tegenstelling tot eerdere verwachtingen dus niet ontwikkeld tot stabiele kernaandeelhouders met substantiële belangen in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen die voor een lange termijn werden aangehouden. Hierdoor ontstond in feite een vacuüm in het nieuwe systeem van corporate governance. Buitenlandse institutionele beleggers, waaronder activistische hedge funds, sprongen in het gat dat de Nederlandse institutionele beleggers hadden laten vallen. Bij een aantal beursondernemingen zoals Stork en ABN AMRO konden activistische aandeelhouders gebruik maken van de geboden ruimte door het aandeelhoudersbestand in de nieuwe samenstelling naar hun hand te zetten. Van noemenswaardige tegendruk vanuit Nederlandse institutionele beleggers kon geen sprake meer

68. Winter 2011a, p. 41-48.

69. Ibid, p. 48-53.

70. Winter 2009.

zijn, daarvoor waren hun aandelenbelangen te klein. De economische beschermingsconstructie die in het kader van de versterking van de positie van aandeelhouders was voorzien, werkte dus niet.

6.2.2 *Tweede breuklijn: leemtes in juridisch kader voor uitoefening aandeelhoudersrechten*

De tweede breuklijn lag in zekere zin in het verlengde van de eerste. Vanwege de terugtrekkende bewegingen van Nederlandse institutionele beleggers kregen activistische aandeelhouders meer ruimte. Zij maakten ook gebruik van de aanspraken en bevoegdheden die met de wetswijzigingen uit het Wetsvoorstel structuurregeling en met de Code tot stand waren gebracht. Het optreden van activistische aandeelhouders maakte een tweede breuklijn zichtbaar. Het juridisch bouwwerk rond de positie van aandeelhouders voor het nieuwe bestel van corporate governance dat ten behoeve van institutionele beleggers tot stand was gebracht bleek leemtes te bevatten in de zin dat het beoordelingskader voor de uitoefening van aandeelhoudersrechten niet op het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme was toegerust.

De oorsprong van deze breuklijn lag in feite al besloten in het klassieke ondernemingsrecht (zie hoofdstuk 2). In tegenstelling tot gedragsnormen voor bestuurders en commissarissen, culminerend in de voorstellingen van het vennootschappelijk belang door Maeijer, Van der Grinten en Löwensteyn, waren gedragsnormen voor aandeelhouders in ‘open’ N.V.’s zoals beursvennootschappen in het klassieke ondernemingsrecht eigenlijk nauwelijks ontwikkeld. De enige rechtsregel op dit terrein was afkomstig uit een algemene overweging van de Hoge Raad over het karakter van het stemrecht op aandelen. In achtereenvolgens *Wennex* (1944)⁷¹, *Distilleerderij Melchers* (1959)⁷² en *Aurora* (1960)⁷³ had de Hoge Raad in algemene zin overwogen dat “aan de aandeelhouder in het stemrecht geen recht in het belang van anderen is toevertrouwd, maar dat hem hiermee een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen.” Deze uitspraken waren alle geweest in casus met betrekking tot ‘besloten’ N.V.’s, maar de rechtsregel leende zich ook voor toepassing op ‘open’ N.V.’s zoals beursvennootschappen.

In de latere literatuur werden in de loop der tijd wel de nodige kanttekeningen bij deze rechtsregel geplaatst. Zo schreef Van Schilfgaarde in de jaren ’80 al dat de gedachte dat een aandeelhouder uitsluitend zijn eigen belang mocht

71. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*).

72. HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (noot L.J. Hijmans van den Berg bij *NJ* 1960, 473), *Ae* 1960, 55 m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Distilleerderij Melchers*).

73. HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Aurora*).

dienen in zijn opvatting als verouderd moest worden beschouwd. Hij stelde hierbij: *“De individuele aandeelhouder heeft een eigen recht, dat is zeker, maar dat sluit niet uit dat hij verplicht wordt geacht dat recht te gebruiken onder afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen, zij het dat bij deze belangenafweging zijn eigen belang een gewichtige rol mag spelen. Een behoorlijke belangenafweging veronderstelt dat de informatie welke het bestuur kan verschaffen en het door het bestuur, de rvc en de andere aandeelhouders te verdedigen standpunt, mede in de overwegingen wordt betrokken.”*⁷⁴ Van Schilfgaarde pleitte aldus voor een nuancering van het ‘eigen belang’ dat een aandeelhouder met de uitoefening van zijn stemrechten zou mogen nastreven. Niet zozeer was de aandeelhouder in zijn opvatting verplicht om zich daarbij naar het vennootschappelijk belang te richten, maar de aandeelhouder was wel gehouden om zich naast zijn eigen belang ook rekenschap te geven van alle betrokken belangen en aldus tot een geïnformeerde afweging over de wijze van uitoefening van zijn stemrecht te komen. Voortbouwend op de opvatting van Van Schilfgaarde is door Huizink nog betoogd dat een aandeelhouder zich, naarmate zijn invloed op de vennootschap groter is, bij de aanwending van zijn stemrechten meer dient te richten op het belang van de vennootschap.⁷⁵

De opvatting van Van Schilfgaarde is bestreden door Löwensteyn. Volgens hem paste de rechtsregel van de Hoge Raad juist bij het karakter van de N.V. als samenwerkingsverband tussen aandeelhouders die als samenwerkende partijen via de vennootschap hun individuele belangen gezamenlijk nastreven.⁷⁶ Deze opvatting lag in het verlengde van Löwensteyn’s eerdere bestrijding van het concept van het vennootschappelijk belang zoals vormgegeven door Maeijer en Van der Grinten.⁷⁷ In de visie van Löwensteyn moesten de belangen van de andere betrokken partijen, in het bijzonder de werknemers, maar worden behartigd via de RvC en de ondernemingsraad en moest het de aandeelhouders vrij staan om bij besluitvorming in de AVA louter hun eigen belangen na te streven. Wel maakte Löwensteyn hierbij het voorbehoud dat deze ‘eigen’ belangen van een aandeelhouder alleen betrekking mochten hebben op *“zijn aandeelhoudersbelang, zijn belang als samenwerkende partij, en niets anders”*.⁷⁸ Andersoortige belangen zoals de werknemersbelangen van een aandeelhouder die

74. P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 7e druk: Arnhem: Gouda Quint 1988, p. 168. Van Schilfgaarde had dit stantpunt reeds in de 5e druk (1984, p. 175) betrokken.

75. J.B. Huizink, *Bestuurders van rechtspersonen*, diss. RUG 1989, IVO-reeks nr. 7, Deventer: Kluwer 1989, p. 33.

76. F.J.W. Löwensteyn, *Het Rechtspersonenrecht*, Pitlo-serie deel 1A, 2e druk, Arnhem: Gouda Quint 1986, p. 266.

77. Löwensteyn 1970, zie §2.7 hiervoor.

78. Pitlo-Löwensteyn 1986, p. 266.

HOOFDSTUK 6

tevens werknemer was, mochten in de opvatting van Löwensteyn niet door middel van uitoefening van het stemrecht worden nagestreefd. Helemaal zonder grond was dit voorbehoud niet: de overwegingen van de Hoge Raad spraken immers van een “*eigen belang in de vennootschap*” dat de aandeelhouder mocht nastreven en niet van een ongekwalificeerd eigen belang. Toch heeft het door Löwensteyn bepleite onderscheid geen school gemaakt en werd gaandeweg de opvatting van Van Schilfgaarde als dominante positie in de literatuur aangenomen.⁷⁹

Het praktisch belang van de hierboven genoemde rechtspraak en literatuur was voor aandeelhouders in beursvennootschappen lange tijd gering. Zowel in juridisch als in feitelijk opzicht was hun positie ten opzichte van de vennootschapsleiding zwak. Het stemrecht over onderwerpen die wettelijk of statutair een besluit van de AVA behoeften gaf aandeelhouders een zekere mate van negatieve controle: de AVA kon hiermee bepaalde voorstellen van de vennootschapsleiding afstemmen. Deze vorm van negatieve controle werd echter in de praktijk ondergraven door het wijdverspreide gebruik van oligarchische constructies en certificering van aandelen. Om dezelfde reden was de mate van negatieve controle van aandeelhouders bij de benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen beperkt, waarbij in structuurvennootschappen hun positie nog verder was ingeperkt op grond van wettelijke voorschriften. Ook de laatste vorm van negatieve controle, het kunnen beschikken over aandelen in het kader van een overnamebod, was in de praktijk in grote mate geneutraliseerd door het bestaan van beschermingsconstructies. Aldus was de mate van invloed die aandeelhouders door uitoefening van hun bevoegdheden of door beschikking over hun aandelen konden uitoefenen beperkt. Of zij hierbij al dan niet uitsluitend hun eigen belangen zouden nastreven maakte in de praktijk dus niet uit.

In de periode tussen 1999 en 2004 was deze situatie gewijzigd. Allereerst waren de wettelijke bevoegdheden van aandeelhouders voor negatieve controle versterkt en uitgebreid, in het bijzonder via het goedkeuringsrecht voor majeure transacties van artikel 2:107a BW, het vaststellingsrecht ten aanzien van het bezoldigingsbeleid van artikel 2:135 BW en de nieuwe regeling voor benoeming en ontslag van commissarissen in structuurvennootschappen (artikelen 2:158 BW en 2:161a BW). Daarnaast stonden aandeelhouders nu ook instrumenten voor positieve controle ter beschikking, dat wil zeggen middelen waarmee zij zelf bepaalde acties konden initiëren. Het eerste instrument voor positieve controle was het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW). Het agenderingsrecht

79. Zie bijvoorbeeld instemmend Asser/Maeijer 2000, nr. 250.

gaf aandeelhouders niet alleen de gelegenheid om onderwerpen ter bespreking te doen agenderen, maar stelde aandeelhouders tevens in staat om zelf het initiatief te nemen om uitoefening van de wettelijke bevoegdheden van de AVA zoals het heenzendrecht ten aanzien van de RvC in structuurvennootschappen (artikel 2:161a BW) mogelijk te maken. Met het agenderingsrecht kregen aandeelhouders dus een bij wet geregelde aanspraak om de AVA als besluitvormend orgaan te mobiliseren. Via de band van het agenderingsrecht werd het dus mogelijk om bepaalde instrumenten voor negatieve controle, zoals het stemrecht ten aanzien van een voorgestelde benoeming van een bestuurder of een commissaris, om te buigen naar een instrument voor positieve controle, zoals een agenderingsverzoek voor een besluit tot ontslag van een bestuurder of commissaris.

Het tweede instrument voor positieve controle betrof het enquêterecht. Zoals in hoofdstuk 5 uiteengezet vond deze ontwikkeling slechts gedeeltelijk haar oorsprong in een wetswijziging – de invoering van de mogelijkheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen ex artikel 2:349a BW in 1994 – maar was deze ontwikkeling vooral in de praktijk vormgegeven. De zaken rond *Gucci*, *RNA* en *HBG* hadden laten zien dat een enquêteverzoek vergezeld van een verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen voor aandeelhouders in beursvennootschappen een snel en effectief middel kon zijn om bepaalde handelingen van de vennootschapsleiding, zoals het nemen van maatregelen tegen een ongewenste bidder, tegen te houden. De Ondernemingskamer liet in deze zaken ook zien dat zij in het kader van de vraag of al dan niet sprake was van wanbeleid in voorkomende gevallen het beleid van de vennootschapsleiding ook nadrukkelijk inhoudelijk zou toetsen en niet slechts marginaal. Het enquêterecht werd op deze wijze niet alleen ingezet door ongeïnviteerde bidders, maar ook door bijvoorbeeld de VEB zoals in *HBG*. Hiermee was het enquêterecht (ook) een machtsinstrument voor minderheidsaandeelhouders in beursvennootschappen geworden. Deze ontwikkeling werd in zekere zin ook aangemoedigd in de Code, waarin het enquêterecht expliciet werd genoemd als een middel waarvan aandeelhouders eventueel gebruik zouden kunnen maken wanneer een discussie met de vennootschapsleiding over de corporate governance-structuur van de onderneming in een impasse zou geraken.⁸⁰

Ook ten aanzien van het negatieve controle-instrument van de overnamemarkt was sprake van beweging. In de rechtspraak van de Ondernemingskamer, in het bijzonder *Gucci* en *RNA*, was de praktijk rond beschermingsconstructies en beschermingsmaatregelen ingekaderd. In deze uitspraken werden ten

80. Code Tabaksblat 2003, preambule onder 8.

opzichte van de bestaande regels uit Bijlage X van het AEX-Fondsreglement nadere grenzen gesteld aan het doel waarvoor een beschermingsconstructie kon worden aangewend, de duur waarvoor de geactiveerde constructie in stand mocht worden gehouden en in meer algemene zin de mate van beleidsvrijheid van de vennootschapsleiding om zich te (blijven) verzetten tegen een ongewenste bieder. Daarnaast hadden verschillende beursondernemingen zelf in die periode hun mate van bescherming reeds afgebouwd, bijvoorbeeld door af te stappen van de vrijwillige toepassing van het structuurregime⁸¹ of door de voorwaarden voor stemvolmachtverlening ten aanzien van hun certificaten aan te passen. Hiermee werd de positie van aandeelhouders in het krachtenveld ten aanzien van mogelijke overnames van deze beursondernemingen versterkt.

Belangrijker nog was de opleving in de overnamemarkt zelf, in het bijzonder in de vorm van toegenomen activiteit van private equity-fondsen in Nederland. Private equity zat aan het begin van de 21ste eeuw duidelijk in de lift. Succesvolle private equity-huizen waren voor institutionele beleggers gewilde beleggingsobjecten vanwege de navenant hogere rendementen en de wens van deze beleggers tot allocatie van meer middelen naar ‘*alternative investments*’ vanuit hun totale beleggingsportfolio.⁸² Private equity-fondsen konden bovendien profiteren van gunstige marktomstandigheden in de vorm van een lage rente en een ruime liquiditeit.⁸³ Hierdoor konden zij voor de financiering van overnames, vaak in de vorm van ‘*leveraged buyouts*’ (LBO’s) op gunstige voorwaarden zeer omvangrijke financieringen aantrekken.⁸⁴ Hierdoor ontstond een beweging in de overnamemarkt die ook wel is omschreven (in het Engels) als de “*private equity put*”: vanwege de grote slagkracht van private equity gingen aandelenmarkten erop anticiperen dat er bij achterblijvende prestaties of onderwaardering

81. Spanjaard 2003.

82. J.M.G. Frijns & R.H. Maatman, ‘Private equity en governance vraagstukken’ in S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, Amsterdam: KVS 2007, p. 102.

83. S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, ‘Private equity en aandeelhoudersactivisme: een inleiding’ in S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, Amsterdam: KVS 2007, p. 3-4.

84. H.L. Kaemingk, ‘Private Equity en haar plaats in het ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2005, 201, p. 572-573. Zie over het fenomeen van de LBO uitgebreid J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, diss. UvA 2014, Van der Heijden-reeks nr. 120, Deventer: Kluwer 2014, p. 29-40.

voor elke beursonderneming of elk bedrijfsonderdeel daarvan wel een private equity-fonds als koper beschikbaar zou zijn.⁸⁵

Bij het bovenstaande past meteen de kanttekening dat niet alleen private equity-fondsen profiteerden van de gunstige omstandigheden op de financiële markten om hun overnames te financieren, maar ook strategische kopers. In de periode tot 2008 zijn door beursondernemingen zelf ook grote overnames gedaan. In bepaalde gevallen lijkt hierbij ook een zekere hoogmoed van de betrokken bestuurders in het spel te zijn geweest. Illustratief is de opmerking van de toenmalig CEO van Deutsche Börse, Werner Seifert, over de reden voor de – uiteindelijk gestrande – overnamepoging door Deutsche Börse op de London Stock Exchange (2004-2005): “*Wir hatten die Deutsche Börse so weit ausgebaut wie wir konnten; und nach einer Weile war klar, dass wir einen Deal wie den Erwerb der LSE stemmen könnten. Oder wir könnten Euronext kaufen. Wir mussten es nicht tun, aber schließlich will man aus seinen Möglichkeiten immer das Beste rausschlagen, nicht wahr? Wenn du mit Naomi Campbell ausgehen kannst, warum solltest du dann zu Hause bleiben und deine Briefmarkensammlung sortieren?*”⁸⁶ Of hier de grens tussen verantwoord ondernemerschap en hoogmoed is overschreden is niet voorshands duidelijk, maar de vergelijking met Campbell wijst wel in een bepaalde richting.

Juist de Nederlandse overnamemarkt was aantrekkelijk voor private equity. Dit gold ook voor de grote Britse en Amerikaanse private equity-huizen die actief waren op het gebied van ‘public to private’ transacties waarbij beursondernemingen of bedrijfsonderdelen daarvan werden gekocht. Nederland kende aan het begin van de 21ste eeuw nog een relatief groot aantal beursgenoteerde conglomeraten waarvan de afzonderlijke bedrijfsonderdelen aantrekkelijke overnamekandidaten voor private equity waren en ook de marktwaarde van Nederlandse beursondernemingen lag in voorkomende gevallen lager dan bij vergelijkbare

85. In deze zin beschrijvend M.A. El-Erian, *When Markets Collide: investment strategies for the age of global economic change*, New York: McGraw Hill 2008, p. 37: “*A third view stressed the “private equity put.” This notion was based on the correct observation that private equity firms were attracting a ton of cash and had access to extremely accommodating debt financing (in terms of both interest rates and covenants). As such, they were able to step in at the slightest sign of a price downturn and buy public companies in a “public-to-private” transaction. As this behavior became noticed and understood by investors, some rushed in to front run the private equity bids, and others repriced whole market sectors on the basis of private equity funds’ interest in a particular company.*”

86. M. Holtzer, ‘One for the money, two for the show’, in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Van der Heijden-reeks nr. 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 7 (citerend uit W.G. Seifert & H.J. Voth, *Invasion der Heuschrecken*, Berlijn: Econ-Berlin 2006).

ondernemingen in het buitenland. Zittende aandeelhouders in Nederlandse beursondernemingen waren zich hier ook van bewust. Zij konden aan de ‘private equity put’ een nieuw machtsmiddel ontleen, namelijk het aansturen op een overname van de gehele beursonderneming of een onderdeel daarvan door private equity, ook wel aangeduid als het ‘in play’ brengen van de onderneming.⁸⁷ Deze tactiek werd onder toegepast bij Vendex KBB en VNU. In beide gevallen stuurden activistische aandeelhouders met publieke campagnes tegen de vennootschapsleiding aan op een overname door private equityfondsen, welke overnames uiteindelijk ook werden geëffectueerd.⁸⁸

Alles overziende konden aandeelhouders, in het bijzonder activistische aandeelhouders zoals hedge funds, in het nieuwe bestel van corporate governance een aanzienlijk grotere invloed uitoefenen op de vennootschapsleiding en het door haar gevoerde beleid dan voorheen. Dit gold niet alleen voor de uitoefening van formele bevoegdheden door aandeelhouders in het kader van – of met het oog op – een AVA, maar ook voor feitelijke gedragingen zoals het aansturen op een overname van de onderneming. De in de inleiding beschreven handelwijze van TCI bij ABN AMRO is hiervan een goed voorbeeld. Het ondernemingsrecht voorzag echter niet in een deugdelijke gedragsnorm waaraan ex ante een richtsnoer – en ex post een rechterlijke toetsingsmaatstaf voor deze gedragingen kon worden ontleend.⁸⁹

In de periode van 1999 tot 2004 was wel een aantal specifieke gedragsnormen voor bijzondere groepen aandeelhouders ontwikkeld. Zo formuleerde de Ondernemingskamer in 1999 in *Gucci* en *Breevast* ten aanzien van ongewenste bidders die een substantieel aandelenbelang in een doelwitvennootschap hadden verworven de volgende norm: “*Anderzijds heeft, mede gezien het bepaalde in artikel 2:8 van het Burgerlijk Wetboek, te gelden dat de verwerver van een pakket aandelen als hier in het geding als behoorlijk aandeelhouder in verband met en bij gelegenheid van de verkrijging van die aandelen opening van zaken geeft, met de vennootschap wier aandelen hij verkrijgt redelijk overleg*”

87. Zie over dit fenomeen D.A.M.H.W. Strik, ‘To play or to be in play: over preventie van aandeelhoudersactivisme’, *Ondernemingsrecht* 2007, 72.

88. Zie voor een beschrijving van de casus De Jong A. et al. 2007, p. 93-95 en p. 98-100.

89. Langman heeft in deze periode wel een aanzet gegeven voor een concrete uitwerking van de grondnorm van de redelijkheid en billijkheid op het gedrag van aandeelhouders in conflictsituaties met de raad van commissarissen. Zie H. Langman, ‘De verantwoordingsplicht van aandeelhouders: van vennootschappelijk belang’, in M.J. Kroeze et al. (reds.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, liber amicorum H. Beckman, Deventer: Kluwer 2006, p. 353-371. Langman’s voorstellen lijken echter weinig school te hebben gemaakt. De nige (terloopse) verwijzing naar het artikel van Langman in latere tijdschriftartikelen is te vinden in J.B. Huizink, ‘Het belang van de vennootschap en daarmee verbonden onderneming: te ver doorgeschooten?’, *WPNR* 2013 (6982), p. 535.

*pleegt en in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen, maar ook de belangen van de vennootschap in al haar facetten en de belangen van de bij de vennootschap betrokken personen betreft.*⁹⁰ Ongewenste bieders dienden transparantie te betrachten, waren gehouden tot het voeren van redelijk overleg en dienden naast hun eigen belangen ook de belangen van de vennootschap en haar stakeholders in hun handelen te betrekken. Het laatste gedeelte van deze norm lijkt te zijn geïnspireerd door de eerder door Van Schilfgaarde verdedigde uitleg bij *Wennex, Melchers* en *Aurora*. De Ondernemingskamer vulde deze norm aan met transparantie- en overlegverplichtingen die kennelijk volgens haar uit de grondnorm van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW voortvloeiden.

Voor institutionele beleggers bepaalde de Code Tabaksblat in Principe IV.4 dat zij primair in het belang van hun achterliggende begunstigen of beleggers dienden te handelen en dat zij jegens hun achterban én jegens de vennootschappen waarin zij belegden een verantwoordelijkheid hadden om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of en zo ja op welke wijze zij gebruik wilden maken van hun aandeelhoudersrechten. Het eerste gedeelte van dit principe was een bevestiging van de fiduciaire plicht van institutionele beleggers jegens hun achterban, het tweede gedeelte was met name wat betreft de opmerking over de verantwoordelijkheid naar de betreffende vennootschap zelf meer normatief geladen. In zijn kort voor de publicatie van de concept-Code uitgesproken oratie uit 2003 had Verdam een meer concrete gedragsnorm voor institutionele beleggers voorgesteld.⁹¹ Verdam plaatste de uitoefeningen van rechten en bevoegdheden door institutionele beleggers in de sleutel van een algemene randvoorwaarde van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.⁹² De redelijkheid en billijkheid speelden volgens Verdam een meer geprononceerde rol in gevallen waarin de wijze van uitoefening van de bevoegdheden door een institutionele belegger werden ingegeven door wat Verdam aanduidde als “*vennootschapsexterne belangen*”, dat wil zeggen belangen van de institutionele belegger die buiten de vennootschappelijke context zijn gelegen zoals een wens tot behoud van een commerciële relatie.⁹³ Dit onderscheid leek veel

90. Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci I*), r.o. 3.3.

91. A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang*, oratie VU 2003, Den Haag: Boom 2003. Zie voor een recente reprise A.F. Verdam, ‘Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders’, *WPNR* 2015 (7062), p. 430-436.

92. Verdam 2003a, p. 18. Zie ook Raaijmakers G. 2005, p. 111 noot 54 die Principe IV.4 van de Code als vertaling van de door Verdam geformuleerde randvoorwaarde ex artikel 2:8 BW aanmerkte.

93. Verdam 2003a, p. 16.

op het door Löwensteyn bepleite onderscheid rond het ‘aandeelhoudersbelang’. Anders dan Löwensteyn was Verdam van mening dat een aandeelhouder bij de uitoefening van zijn stemrecht ook vennootschapsexterne belangen mocht nastreven. Wel achtte Verdam het in strijd met de redelijkheid en billijkheid wanneer een institutionele belegger in dat geval niet aan zijn medeaandeelhouders kenbaar zou maken dat de motieven voor zijn stemgedrag door een ander belang dan zijn belangen als aandeelhouder waren ingegeven. Dit zou te meer gelden wanneer de institutionele belegger vanwege de omvang van zijn aandelenpakket of om een andere reden (organisator van blokvorming of een voorbeeldfunctie voor andere aandeelhouders) een wezenlijke invloed op de wilsvorming binnen de AVA kon uitoefenen. In die situatie kon een institutionele belegger volgens Verdam gehouden worden geacht om openheid van zaken te geven over de overwegingen waarop de stemuitoefening is gebaseerd, inclusief openheid van zaken over eventuele commerciële relaties met de onderneming.⁹⁴

De hierboven beschreven normen waren geschreven voor aandeelhouders met een substantieel minderheidsbelang in beursondernemingen. Om die reden werden de normen niet zonder meer passend geacht voor toepassing op activistische aandeelhouders zoals hedge funds die doorgaans vanuit een gering aandelenbelang opereerden. Zo betoogde Abma dat de norm uit de beschikking van de Ondernemingskamer in *Gucci* alleen van toepassing was op houders van een substantieel pakket aandelen. Volgens Abma volgde uit de beschikkingen van de Ondernemingskamer geen eenduidige richtsnoeren over de vraag bij welke omvang van het aandelenbelang de aandeelhouder niet meer uitsluitend zijn eigen belang voorop zou mogen stellen bij de uitoefening van zijn bevoegdheden. Hij stelde voor dat dit per geval aan de hand van de concrete omstandigheden bekeken zou moeten worden, maar dat de grens voor het verplicht overnamebod van 30% hierbij wel een belangrijke leidraad kon zijn. Hij overwoog hierbij: “*De algemene vergadering bestaat in theorie dan immers nog uit 70% ‘onafhankelijke’ aandeelhouders. Op het bestuur van de vennootschap ligt dan de verantwoordelijkheid om zoveel mogelijk van deze aandeelhouders te overtuigen van zijn standpunt.*”⁹⁵

Van der Staay had eerder een andere opvatting verdedigd. Volgens hem zou de Ondernemingskamer “*niet aarzelen*” om de hiervoor aangehaalde norm van *Gucci* analoog toe te passen op aandeelhouders die zich actief met de strategie van de vennootschap zouden wensen te bemoeien, daarover gebruik makend van het agenderingsrecht punten ter bespreking of ter besluitvorming voor een

94. Ibid, p. 21.

95. Abma 2007, p. 146.

AVA zouden aandragen en hun agenderingsverzoek in rechte zouden willen afdwingen.⁹⁶ Van der Staay had hierbij echter primair de in *Gucci* vervatte transparantienorm op het oog: “*De gewenste transparantie houdt in dat geval in dat activistische aandeelhouders inzicht geven in hun doelstellingen, de door hen voorgestane maatregelen en de onderbouwing daarvan. Daarbij dienen zij bij voorkeur inzichtelijk te maken dat zij andere relevante vennootschappelijke belangen bij hun afwegingen hebben betrokken. Bovendien lijkt mij van belang dat activistische aandeelhouders hun standpunten motiveren ter gelegenheid van aandeelhoudersvergaderingen, derhalve niet, althans niet alleen, in bilateraal overleg met de vennootschap. De aandeelhoudersvergadering is immers het geëigende forum om te komen tot een uitwisseling van gedachten en eventuele besluitvorming.*”⁹⁷ De meer fundamentele norm dat een dergelijke aandeelhouder gehouden zou zijn om naast zijn eigen belang ook andere belangen in zijn afwegingen te betrekken werd door Van der Staay niet als een harde eis gepresenteerd, maar hooguit als een zachte veronderstelling waarover ‘bij voorkeur’ inzicht gegeven zou moeten worden.

De Ondernemingskamer zette met betrekking tot deze transparantienorm een nieuwe lijn uit in *Stork*. Anders dan Van der Staay veronderstelde, liet de Ondernemingskamer een rechtstreekse toepassing van de *Gucci*-norm op de activistische aandeelhouders Centaurus en Paulson in *Stork* achterwege.⁹⁸ Ook werd een voorwaardelijk tegenverzoek van *Stork* om het onderzoek mede te doen uitstrekken naar Centaurus en Paulson, dit om openheid van zaken te verkrijgen over hun beweegredenen, belangen en mogelijke samenwerkingsverbanden met anderen, op formele gronden afgewezen, al kregen de onderzoekers wel de aanwijzing om het gedrag van Centaurus en Paulson als aandeelhouder in *Stork* in hun onderzoek te betrekken.⁹⁹ Het gedrag van Centaurus en Paulson, die via bijeenroeping van een BAVA hadden aangestuurd op een besluit tot heenzending van de RvC op grond van artikel 2:161a BW waarna de beschermingsstichting bij *Stork* haar optie tot het nemen van beschermingspreferente aandelen had uitgeoefend, werd door de Ondernemingskamer nadrukkelijk in de sleutel van artikel 2:8 BW geplaatst.¹⁰⁰ De Ondernemingskamer verweet

96. J.W. van der Staay, ‘Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?’ in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Van der Heijden-reeks nr. 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 244.

97. Ibid.

98. Gerechtshof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*). Van der Staay trad in deze zaak overigens op als advocaat van Centaurus en Paulson.

99. Ibid, r.o. 3.9.

100. Ibid, r.o. 3.16-3.19.

Centaurus en Paulson in dat kader dat zij zich afzijdig hadden gehouden tijdens een discussie over de governance-structuur van Stork gedurende een eerdere AVA in september 2006.¹⁰¹ Ook hadden Centaurus en Paulson volgens de Ondernemingskamer in de procedure onvoldoende toetsbare argumenten aangevoerd op grond waarvan de conclusie gerechtvaardigd zou zijn dat de door hen voorgestane strategie superieur zou zijn aan de strategie van de zittende vennootschapsleiding van Stork.¹⁰² Op grond hiervan oordeelde de Ondernemingskamer dat zonder nader onderzoek niet kon worden aanvaard dat de strategiewijziging die Centaurus en Paulson met de heenzending van de RvC beoogden, mede gelet op de ingrijpende gevolgen en grote risico's, zonder meer juist zou zijn.¹⁰³ Aldus werd het de AVA bij onmiddellijke voorziening verboden om over de betreffende besluiten, waaronder het besluit tot heenzending van de RvC, te stemmen.¹⁰⁴

De Ondernemingskamer legde in *Stork* dus op ingrijpende wijze de vrijheid van Centaurus en Paulson om hun bevoegdheden als aandeelhouder uit te oefenen aan banden. In de overwegingen van de beschikking is dit oordeel niet herleidbaar naar een specifiek omschreven gedragsnorm voor aandeelhouders. De Ondernemingskamer volstond met een algemene verwijzing naar artikel 2:8 BW. Alles overziende lijkt de omvang van het pakket aandelen van de betreffende aandeelhouders net als bij *Gucci* ook bij *Stork* een belangrijke factor in de beoordeling door de Ondernemingskamer te zijn geweest. Centaurus en Paulson hadden samen een belang van bijna 33% van de aandelen in Stork. In het oordeel van de Ondernemingskamer over het voorgesteld besluit tot heenzending van de RvC lag de veronderstelling besloten dat Centaurus en Paulson vanwege de omvang van hun belang en vanwege het absentisme bij andere aandeelhouders feitelijk de AVA van Stork controleerden en het voorstel dus onvermijdelijk zou worden aangenomen indien het in een AVA van Stork in stemming zou worden gebracht. Dit is een aanwijzing dat de Ondernemingskamer in *Stork* hetzelfde uitgangspunt hanteerde als in *Gucci*: naar mate het aandelenbelang van een aandeelhouder in omvang groter wordt neemt zijn vrijheid om zich bij uitsluiting naar zijn eigen belang te richten af.

101. Ibid, r.o. 3.4.

102. Ibid, r.o. 3.17.

103. Ibid, r.o. 3.18.

104. Ter nuancering moet wel worden gewezen op het feit dat de Ondernemingskamer tegelijkertijd ook Stork gebood om de aan de beschermingsstichting uitgegeven preferente aandelen in te trekken en de stichting gebood om deze intrekking te gehangen en te gedogen. Dit oordeel van de Ondernemingskamer was ingegeven door technische en procedurele bezwaren met betrekking tot deze uitgifte. De Ondernemingskamer kwam hiermee tot een eindoordeel waarbij zowel Centaurus en Paulson als ook Stork en de beschermingsstichting werden 'teruggefloten'.

Een andere aanwijzing voor deze veronderstelling is het feit dat de Ondernemingskamer in haar beschikkingen in *Versatel*, waar de aandelenbelangen van de activistische aandeelhouders kleiner waren (samen ongeveer 15%), niet een kenbare toets van de gedragingen van activistische aandeelhouders aan de norm van artikel 2:8 BW had aangelegd, ook niet in het kader van de beoordeling of de verzochte onmiddellijke voorzieningen met verstrekkende gevolgen al dan niet moesten worden toegewezen.¹⁰⁵

Aan activistische aandeelhouders die vanuit een relatief klein minderheidsbelang opereerden werd dus geen zwaardere gedragsnorm opgelegd dan de hoofdregel uit de arresten *Wennex/Melchers/Aurora*. In de literatuur werd deze regel ook wel geparafraseerd weergegeven als: “Iedere aandeelhouder mag immers binnen grenzen van redelijkheid en billijkheid handelen zoals hem goeddunkt.”¹⁰⁶ In lijn met het eerdere betoog van Huizink en de lijn in de beschikking van de Ondernemingskamer in *Gucci* was het weliswaar een geaccepteerde gedachte in de literatuur dat een aandeelhouder zich meer rekenschap zou moeten geven van andere belangen dan alleen zijn eigen belang naar mate hij een grotere invloed in de AVA kon uitoefenen,¹⁰⁷ maar de mate van invloed van een aandeelhouder werd nog altijd primair benaderd vanuit het perspectief van de omvang van zijn aandelenpakket. Illustratief is de opmerking van Vermeulen dat hedge funds als activistische aandeelhouder slechts controlerende invloed zouden kunnen uitoefenen indien zij de steun zouden hebben van medeaandeelhouders en dat hedge funds die andere aandeelhouders konden overtuigen om de door hen gedane voorstellen te ondersteunen naar alle waarschijnlijkheid dus een goede reden hadden voor hun voorstellen.¹⁰⁸ De eerder geciteerde opmerking van Abma over de voor 70% onafhankelijke AVA die in theorie zou overblijven wanneer een aandeelhouder vanuit een belang van minder dan 30% zou ageren was geënt op dezelfde gedachte. Activistische aandeelhouders konden in deze visie alleen daadwerkelijk invloed uitoefenen wanneer zij hetzij zelf een fors aandelenbelang zouden verwerven zoals bij *Stork*, hetzij de andere, niet-activistische aandeelhouders voor hun voorstellen zouden winnen.

105. Zie in het bijzonder Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 december 2005, *JOR* 2006/7 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Versatel II*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 24 maart 2006, *JOR* 2006/98 (*Versatel III*).

106. Raaijmakers G. 2005, p. 110-111.

107. Zie voor een synthese J. Groot, ‘De pakketvergoeding beschenen met het licht van benefits of control en agency problemen’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 524, nr. 30 en voetnoten 68-73 met verwijzingen naar relevante literatuur.

108. Vermeulen 2006, p. 46.

Deze benadering was in meerdere opzichten gebrekkig. Zo was het vertrekpunt van de omvang van de aandelenbelangen van activistische aandeelhouders niet toegerust op de contractuele mechanismen waarmee aandeelhouders via de financiële markten synthetische belangen in beursondernemingen konden opbouwen waarbij de juridische zeggenschap op kunstmatige wijze werd vergroot ten opzichte van het onderliggende economische kapitaalbelang ('*empty voting*') of vice versa ('*hidden ownership*').¹⁰⁹ Ook miskende de benadering van de invloed van activistische aandeelhouders het karakter van de overige aandeelhouders. Zoals in §6.2.1 is uiteengezet hadden de Nederlandse institutionele beleggers relatief kleine belangen in Nederlandse beursfondsen. Naar schatting was meer dan 55% van de aandelen in Nederlandse beursondernemingen in 2006 in handen van Britse en Amerikaanse institutionele beleggers. Deze beleggers zullen vanuit hun eigen perspectief op corporate governance in de regel niet onsympathiek hebben gestaan tegen voorstellen van activistische aandeelhouders gericht op het genereren van aandeelhouderswaarde op een korte termijn. Bovendien wees de praktijk uit dat activisme van hedge funds een aanzuigende werking had op andere activistische beleggers om ook een belang in de betreffende onderneming op te bouwen. In de praktijk waren de overige aandeelhouders in de AVA dus niet een sterk tegengewicht tegen de activistische aandeelhouders. Zoals de casus van ABN AMRO illustreert kon een activistische aandeelhouder zoals TCI vanuit een gering minderheidsbelang (ongeveer 2%) feitelijk de AVA naar haar hand zetten.

De benadering ten aanzien van de gedragsnorm voor activistische aandeelhouders miskende bovenal de grote kracht die van het handelen van een activistische aandeelhouder uit kon gaan. Een voorbeeld betrof de uitoefening van het agenderingsrecht in de casus rond ABN AMRO. Zoals in §5.6 is toegelicht, was het agenderingsrecht ex artikel 2:114a BW in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling in de eerste plaats bedoeld als instrument ter facilitering van een gedachtewisseling tussen de vennootschapsleiding en aandeelhouders en tussen de aandeelhouders onderling in het kader van een AVA. Wat betreft het agenderen van onderwerpen ter besluitvorming is in het kader van de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling alleen de mogelijkheid onder ogen gezien dat aandeelhouders het agenderingsrecht zouden gebruiken teneinde de AVA door besluitvorming als collectief haar wettelijke of statutaire bevoegdheden als orgaan te laten uitoefenen zoals een besluit tot heenzending van de RvC van een structuurvennootschap. Wat niet was

109. G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische belangen in beursvennootschappen: empty voting, hidden ownership en vote trading', in G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma (reds.), *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadviezen van de Vereniging Handelsrecht 2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 3-72.

voorzien, was dat aandeelhouders het agenderingsrecht zouden gebruiken om voorstellen ter besluitvorming te agenderen die betrekking hadden op aangelegenheden die de bevoegdheden van de AVA te buiten gingen, zoals bij ABN AMRO gebeurde.

Hoewel dergelijke besluiten van de AVA formeel niet bindend waren voor de vennootschapsleiding – juridisch gezien stonden aandeelhoudersbesluiten die buiten de wettelijke besluitvormingsbevoegdheden vielen qua karakter immers op dezelfde lijn als een ‘motie’ die ter vergadering ad hoc door een aandeelhouder wordt voorgesteld en waarover informeel wordt gestemd¹¹⁰ – maar de materiële uitwerking was bepaald anders. De bevoegdheid van het bestuur om zelf over deze onderwerpen te besluiten, met het al dan niet ter zijde stellen van de uitkomst van de stemming in de aandeelhoudersvergadering, werd weliswaar niet aangetast, maar zoals de casus van ABN AMRO laat zien was de ruimte voor het bestuur om een dergelijk aandeelhoudersbesluit naast zich neer te leggen in de praktijk zeer beperkt, zo niet non-existent. Aldus was de vennootschapsleiding tot op zekere hoogte wel degelijk gebonden aan ‘strategische’ aandeelhoudersbesluiten die met behulp van het agenderingsrecht waren uitgelokt. Dit betekende dat de uitoefening van het agenderingsrecht daadwerkelijk – de facto – kon ingrijpen in de bevoegdheidsverdeling tussen bestuur en aandeelhoudersvergadering. Zo konden activistische aandeelhouders zich langs deze weg een vorm van feitelijke instructiemacht over de vennootschapsleiding verschaffen.¹¹¹

Tegen de achtergrond van de totstandkomingsgeschiedenis van het agenderingsrecht was het de vraag of de wijze van uitoefening van het agenderingsrecht door TCI bij ABN AMRO en eerder Centaurus en Paulson bij Stork – het agenderen van voorstellen ter besluitvorming met betrekking tot strategische aangelegenheden – wel in overeenstemming was met het doel en de strekking van de regeling van artikel 2:114a BW.¹¹² Ook had de vraag gesteld kunnen worden in hoeverre het deze activistische aandeelhouders vrij stond om het agenderingsrecht op een wijze gericht te gebruiken die uitsluitend op hun eigen belangen was gericht. De wettelijke regeling zelf bood een weigeringsgrond in de vorm van de maatstaf van een ‘zwaarwichtig belang van de vennootschap’ dat zich tegen agendering zou verzetten. Een concrete invulling van deze weigeringsgrond was bij gebreke van richtsnoeren voor de gedragsnormen van activistische aandeelhouders echter niet mogelijk en een weigering

110. Van der Staay 2007, p. 248. Zie over het verschijnsel moties M.W. den Boogert, ‘De orde van de vergadering’, *De NV* 1997, p. 216.

111. Hierover uitgebreid Overkleef 2009.

112. Anders Van der Staay 2007, p. 248-249 die agendering door activistische aandeelhouders van strategische onderwerpen ter besluitvorming expliciet toelaatbaar achtte.

van een agenderingsverzoek zou om dezelfde reden naar alle waarschijnlijkheid geen stand hebben gehouden in een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer. Stork en ABN AMRO konden in het toenmalige krachtenveld dan ook weinig anders dan de agenderingsverzoeken integraal honoreren.

De toegenomen speelruimte voor activistische aandeelhouders om hun eigen belangen door te zetten in een machtsstrijd met de vennootschapsleiding van een beursonderneming leidde ook tot een verhoogde druk op hetgeen de vennootschapsleiding hier vanuit haar eigen taakopdracht gericht op het vennootschappelijk belang tegenover kon stellen. In *Stork* oordeelde de Ondernemingskamer nog dat de door de vennootschapsleiding uitgezette strategie deugdelijk was ondanks het feit dat deze werd afgekeurd door een belangrijk deel van de aandeelhouders (in het bijzonder Centaurus en Paulson).¹¹³ In zijn noot bij de beschikking toonde Blanco Fernández zich kritisch over het feit dat in het vennootschapsrecht in zijn ogen geen eenduidige keuze besloten lag ten aanzien van de vraag aan wie binnen de onderneming de uiteindelijke zeggenschap over de strategie toekwam. Hij merkte hierover op: *“Men heeft het ook over de vennootschap als een institutie, met een eigen belang dat onderscheiden moet worden van dat van de aandeelhouders. Ik deel deze overtuiging niet. De vennootschap is in ons recht niet een samenwerkingsverband, maar een instrument voor de behartiging van het rechtmatige belang van de aandeelhouders. De vennootschap bestaat in ons economisch bestel hoofdzakelijk vanwege en omwille van de aandeelhouders. Ons vennootschapsrecht gaat van deze economische realiteit uit en deelt de bevoegdheden onder de organen van de vennootschap in functie van de gerichtheid van de vennootschap op het belang van de aandeelhouders. De algemene vergadering bepaalt het doel van de vennootschap, de inhoud van de statuten, wie in de leiding voorziet en in laatste instantie of een einde aan de vennootschap moet komen. (...) De gerichtheid van de vennootschap op het belang van de aandeelhouders en de erkenning van het instrumentele karakter van de vennootschap ten aanzien van dat belang betekenen niet dat de aandeelhouders met de vennootschap elk door hen gewenst belang kunnen nastreven. De vennootschap houdt op een legitiem instrument te zijn wanneer zij voor ongeoorloofde doelen gebruikt wordt. De uitoefening van een vennootschappelijke bevoegdheid vindt haar grens waar die uitoefening in misbruik van recht ontaardt. Misbruik doet zich in het bijzonder voor wanneer sprake is van een van de omstandigheden genoemd in art. 3:13 lid 2 BW. Een hoofdvorm van misbruik van recht in vennootschappelijke verhoudingen is het misbruik van meerderheidsmacht, het door de meerderheidsaandeelhouder onrechtmatig nastreven van een voordeel of toebrengen van een nadeel.”*¹¹⁴

113. Gerechtshof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.16-3.19.

114. Noot J.M. Blanco Fernández bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), nrs. 2-3.

Blanco Fernández stelde als norm voor dat de strategie van een vennootschap primair op de belangen van de aandeelhouders gericht zou moeten zijn. De vennootschap was immers niet meer dan een instrument voor het door te aandeelhouders te bereiken doel.¹¹⁵ De bevoegdheidsuitoefening door aandeelhouders zou in zijn ogen dan ook niet tegen de achtergrond van het vennootschappelijk belang moeten worden gezien, maar enkel langs de maatstaf van misbruik van recht getoetst moeten worden. Over het door de Ondernemingskamer bij onmiddellijke voorziening uitgesproken verbod aan de AVA van Stork om haar bevoegdheid op grond van artikel 2:161a BW merkte hij dan ook op: “*Het verbod kan dus niet worden gebaseerd op het feit dat de strategie van Centaurus c.s. minder juist is dan die van de directie, zelfs niet wanneer het minder juiste karakter van de strategie van de aandeelhouders vast zou staan. Het verbod is alleen gerechtvaardigd als het duidelijk is dat deze strategie een onrechtmatig voordeel oplevert voor Centaurus c.s. of een onrechtmatig nadeel toebrengt aan alle bij Stork betrokkenen, in de allereerste plaats de overige aandeelhouders.*”¹¹⁶

De door Blanco Fernández bepleite oriëntatie is in latere beschikkingen van de Ondernemingskamer niet overgenomen. De Ondernemingskamer maakte in *ABN AMRO* wel een daarmee vergelijkbare draai met betrekking tot de specifieke situatie dat een vennootschap voorwerp was geworden van een mogelijke overname. De Ondernemingskamer oordeelde dat wanneer de vennootschapsleiding de strategische keuze had gemaakt om niet langer een zelfstandig voortbestaan van de beursonderneming na te streven de taakopdracht van de vennootschapsleiding van kleur verschoot: “*met het – strategische – besluit van (het bestuur en de raad van commissarissen van) ABN AMRO Holding om het stand alone scenario te verlaten en een fusie aan te gaan met, dan wel anderszins een bod op de aandelen van ABN AMRO Holding uit te lokken van een derde partij, [was] het domein van de aangelegenheden die – in het kader van de wet en regels van corporate governance – aan hen, bestuur en raad van commissarissen, zijn voorbehouden, verlaten en de besluitvorming omtrent een dergelijk (al of niet door het bestuur en de raad van commissarissen van ABN AMRO Holding*

115. Dit standpunt was eerder al ingenomen door Buijs. Zie D.C. Buijs, ‘Commissarissen: aandeelhoudertribunen of regenten’, in M.J. Kroeze et al. (reds.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, liber amicorum H. Beckman, Deventer: Kluwer 2006, p. 117-127. Blanco Fernández zou in een later artikel zijn eigen visie op het ondernemingsrecht kenschetsen als een ‘instrumentele visie’. Zie J.M. Blanco Fernández, ‘Timmerman’s grondslagen: reactie op de oratie’, *Ondernemingsrecht* 2009, 5, nr. 3: “*Ik heb een instrumentele visie. De vennootschap is een instrument voor de realisatie van legitieme belangen van de aandeelhouders. De rechter komt alleen in beeld wanneer de aandeelhouders belangen nastreven die niet legitiem zijn.*”

116. Noot J.M. Blanco Fernández bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), nr. 3.

*ondersteund) openbaar bod [kwam toe] aan de aandeelhouders. Immers, met het zogenaamd “in de etalage zetten” althans “gezet worden” van ABN AMRO hebben het bestuur en de raad van commissarissen van ABN AMRO Holding zich ertoe verplicht de voor dat proces van verkoop, ten behoeve van de aandeelhouders, zo gunstig mogelijke omstandigheden te creëren en tevens zich ervan te weerhouden dat proces op enigerlei wijze te beïnvloeden, althans op een zodanige wijze dat de besluitvorming daaromtrent – zowel die ter zake van een op de aandelen in ABN AMRO Holding uit te brengen bod als die ter zake van een, al of niet in verband daarmee (mogelijk) prijsgeven van de vennootschappelijke identiteit – aan de macht van de aandeelhouders wordt onttrokken.”*¹¹⁷ Daarmee kreeg het door de vennootschapsleiding na te streven vennootschappelijk belang in overnamesituaties een andere lading, namelijk een taak tot maximaliseren van de verkoopopbrengst voor aandeelhouders, althans de taak om zich te onthouden van maatregelen die een drukkend effect op deze verkoopopbrengst kunnen hebben.¹¹⁸

Met deze beschikking werd de beleidsvrijheid van de vennootschapsleiding om zich te verzetten tegen een ongewenste bidder in de situatie dat zij zelf met een andere bidder in gesprek was aanzienlijk beperkt. De ruimte voor activistische aandeelhouders werd hierdoor juist vergroot. Wanneer zij er immers in zouden slagen om een beursonderneming ‘in play’ te brengen en er vanuit de markt een dusdanige druk op de vennootschapsleiding gegeneerd zou worden dat een ‘standalone scenario’ geen realistische optie meer zou zijn, dan zou de vennootschapsleiding op grond van deze beschikking gehouden zijn om te bevorderen – althans dit niet te verhinderen – dat de onderneming uiteindelijk aan de hoogste bidder zou worden verkocht. Deze benadering behelsde een verschuiving in de verhoudingen tussen de vennootschapsleiding en de aandeelhouders: de ruimte voor het in stelling brengen van argumenten ontleend aan het vennootschappelijk belang door de vennootschapsleiding was althans aanzienlijk beperkt.

Hierbij moet wel worden opgemerkt dat het proces van internationalisering in de gelederen van Nederlandse beursondernemingen, in het bijzonder wat betreft de AEX-fondsen, niet beperkt was gebleven tot de rangen van aandeelhouders, maar zich ook in aanzienlijke mate in de bestuurskamer had voltrokken. In 2006 had ongeveer de helft van alle bestuurders

117. Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 (*ABN AMRO*), r.o. 3.20.

118. De redenering van de Ondernemingskamer leek te zijn ontleend aan jurisprudentie van de Delaware Supreme Court over de zogeheten ‘Revlon-doctrine’. Zie noot M.P. Nieuwe Weme bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 (*ABN AMRO*), nr. 7. Zie voor een contemporaine beschrijving van deze jurisprudentie voorts M.J. van Ginneken, ‘Vijandige overnames en het vennootschappelijk belang’, *Ondernemingsrecht* 2006, 171, p. 527-528.

en commissarissen van AEX-fondsen een niet-Nederlandse nationaliteit Ten opzichte van 2005 (38 buitenlandse bestuurders en 37 buitenlandse commissarissen in 2005) was in 2006 ook een substantiële toename waar te nemen (47 buitenlandse bestuurders en 46 buitenlandse commissarissen).¹¹⁹ De taakopdracht van bestuurders en commissarissen, waaronder de veronderstelde gerichtheid op het vennootschappelijk belang, werd bij grote beursondernemingen naar alle waarschijnlijkheid dus voor een belangrijk deel (mede) vanuit een buitenlands perspectief ingevuld. Een ander relevant gezichtspunt over de bruikbaarheid van het vennootschappelijk belang als richtsnoer werd in mei 2007 in een interview verwoord door Elverding, de toenmalig bestuursvoorzitter van DSM: *“De hypocrisie is dat bestuurders volgens de wet andere belangen moeten meewegen, maar ze kunnen die niet uitdrukken in een bepaalde waarde. Daardoor overheerst in de praktijk altijd de waarde in geld.”*¹²⁰

Enkele maanden later zou de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *ABN AMRO* door de Hoge Raad in (spoed)cassatie worden vernietigd (zie §6.3.2 hierna). Achteraf gezien markeert de beschikking van de Ondernemingskamer een kortstondig hoogtepunt in de ontwikkeling in de rechtspraak naar een sterkere positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Voor *ABN AMRO* waren de gevolgen van de beschikking van de Ondernemingskamer indertijd ingrijpend. Haar werd bij wijze van onmiddellijke voorziening verboden om verder uitvoering te geven aan een (bindende) overeenkomst met Bank of America tot verkoop en levering van de Amerikaanse bankactiviteiten van *ABN AMRO* (LaSalle), een transactie ter waarde van USD 21 miljard.

Uiteindelijk doorzag Tabaksblat de situatie nog het meest helder van iedereen. In een voordracht van 18 oktober 2006 waarin hij terugkeek op de bijna drie jaar die sinds de vaststelling van de Code in december 2003 waren verstreken, stelde Tabaksblat met instemming vast dat aandeelhouders in Nederlandse beursondernemingen actiever en mondiger waren geworden. Hij verwees hierbij onder meer naar het gebruik van het agenderingsrecht bij *Stork* door *Centaurus* en *Paulson* (de procedures bij de Ondernemingskamer rond *Stork* en *ABN AMRO* hadden zich ten tijde van deze voordracht nog niet voorgedaan). Tabaksblat zei hierover: *“Ik heb niet de indruk dat aandeelhouders daarmee misbruik hebben gemaakt van hun positie. Aandeelhouders hebben het recht om vragen te stellen aan het bestuur over de strategie, over geplande overnames, over de ontwikkelingen van de beurskoers en het dividendbeleid. Aandeelhouders hebben het recht om mede-aandeelhouders te benaderen om steun voor hun*

119. Abma 2006, p. 170 en tabel 2.

120. S.M. Bartman, ‘De verweesde onderneming’, *Ondernemingsrecht* 2007, 98, p. 318 (citerend uit een artikel uit het *Financieele Dagblad* van 8 mei 2007).

voorstellen te verwerven. En het hoort bij de taakopdracht van de ondernemingsleiding om te luisteren naar wat aandeelhouders van de onderneming en haar strategie vinden. Dat wil helemaal niet zeggen dat aandeelhouders op de stoel van het bestuur gaan zitten. Het bestuur moet, naar aanleiding van zijn gesprekken met aandeelhouders en raad van commissarissen, zijn eigen plan trekken en daarover verantwoording afleggen aan de aandeelhoudersvergadering.”¹²¹ Tabaksblat benadrukte daarnaast het belang voor beursondernemingen om een ‘passende’ groep aandeelhouders aan te trekken en deze groep aan hen te binden: “Dat vergt een continue stroom van informatie over de onderneming, geen overspannen verwachtingen wekken en de uitgestippelde strategie waarmaken. Het vergt ook een continue dialoog met de belangrijkste aandeelhouders. Horen hoe zij tegen de onderneming aankijken en horen of zij vinden dat de gekozen strategie nog steeds deugt. Dat betekent niet dat het roer wordt overgedragen. Nee, het bestuur stuurt, maar luistert wel naar de verschillende stakeholders.”¹²²

Tegelijkertijd poneerde Tabaksblat een opvallende stelling: er was in zijn ogen behoefte aan een aantal nieuwe spelregels voor aandeelhouders. Hierover zei hij onder meer het volgende: “In het Nederlandse model is spanning ingebouwd tussen het mogen nastreven van het eigen belang door de aandeelhouder die niet ‘te groot is’ en de taakopdracht van het bestuur en de raad van commissarissen om zich te richten naar de continuïteit van de vennootschap op de lange termijn. Ons wettelijk systeem doet geen uitspraak over welk belang dan prevaleert, wat leidt tot dilemma’s à la Stork. (...) Vroeger werd deze spanning gemitigeerd door het soort houders van de Nederlandse aandelen: pensioenfondsen en verzekeraars die de onderneming beoordelen op zijn lange termijn perspectieven en de mogelijkheden om echt te ondernemen. Nu zijn steeds meer aandelen in handen gekomen van hedge funds. Deze fondsen ontlenen hun bestaansrecht aan het gebruiken van korte termijn beursbewegingen om snelle winst te behalen. Deze verschuiving kan tot problemen leiden; een onderneming kan bijvoorbeeld niet elk jaar een andere strategie uitstippelen.”¹²³

Hiermee raakte Tabaksblat aan de kern van de breuklijn die ik in deze paragraaf heb beschreven. Het klassieke ondernemingsrecht voorzag niet in geconcretiseerde gedragsnormen voor aandeelhouders in beursvennootschappen. Deze leemte werd pas in de periode vanaf 2004 zichtbaar toen activistische aandeelhouders vanuit een snel veranderend aandeelhoudersbestand en tegen de

121. M. Tabaksblat, ‘De rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen na drie jaar Nederlandse corporate governance code; enkele observaties’, *Ondernemingsrecht* 2006, 192, p. 596-597.

122. *Ibid.*, p. 597.

123. *Ibid.*, p. 597-598.

achtergrond van een opleving van de overnamemarkt mogelijkheden zagen en grepen om hun beleggingsstrategie op Nederlandse beursondernemingen toe te passen. Deze aandeelhouders konden daarbij gebruik maken van instrumenten die in de periode van 1999 tot 2004 in het nieuwe bestel van corporate governance waren ontwikkeld. In zoverre hadden deze nieuwe instrumenten een versterkend effect op deze ontwikkeling.

6.2.3 *Derde breuklijn: gefixeerde beleidsoriëntatie*

Van de hierboven beschreven breuklijnen was de eerste (de terugtrekkende bewegingen van Nederlandse institutionele beleggers) gelegen op het feitelijke niveau en de tweede (leemtes in gedragsnormen voor aandeelhouders) op het juridische niveau. De derde en laatste breuklijn die in deze paragraaf wordt besproken was gelegen op het normatieve niveau. Kort gezegd zag deze breuklijn op de relatieve starheid van het beleid op nationaal- en Europees niveau ten aanzien van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de periode na 2004. Hoewel het beeld dat uit de stukken naar voren komt zeker niet eenduidig is, zijn er op z'n minst sterke aanwijzingen dat bij beleidsmakers op nationaal- en Europees niveau sprake is geweest van een fixatie op de normatieve uitgangspunten van het 'nieuwe' ondernemingsrecht. Net zoals in de macro-economische wetenschap aan het begin van de 21ste eeuw een breed gedragen idee bestond dat het centrale probleem binnen het vakgebied, namelijk het voorkomen van grootschalige economische depressies, was opgelost,¹²⁴ zo lijkt ook rond het ondernemingsrecht een gevoel te hebben bestaan dat de centrale vraagstukken rond corporate governance definitief waren beantwoord.

Deze houding had gevolgen voor de mate van beleidsresponsiviteit op de veranderende omstandigheden rond beursondernemingen. Signalen uit de uitvoeringspraktijk dat de concrete implementatie van het nieuwe bestel van corporate governance anders uitpakte dan was voorzien, zoals door de opkomst van aandeelhoudersactivisme van hedge funds in Nederland, werden terzijde geschoven, hetzij uit overtuiging ten aanzien van het nieuwe beleid, hetzij uit een zekere berusting dat dit nu eenmaal de manier was hoe de nieuwe machtsverhoudingen rond beursondernemingen uitpakten. Tegenover de in de inleiding van dit

124. Posner 2009, p. 286-287 (citerend uit een voordracht van de gezaghebbende econoom R.E. Lucas uit 2003: "*Macroeconomics was born as a distinct field in the 1940s, as a part of the intellectual response to the Great Depression. The term then referred to the body of knowledge and expertise that we hoped would prevent the recurrence of economic disaster. My thesis in this lecture is that macroeconomics in this original sense has succeeded. Its central problem of depression-prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades.*").

HOOFDSTUK 6

hoofdstuk beschreven blijken van onbehagen uit de politiek en de praktijk gingen andere stemmen op met pleidooien om de ingeslagen weg te blijven volgen. Hierdoor waren de mogelijkheden om vanuit wetgeving en beleid in te spelen op de veranderende omstandigheden die eerder in dit hoofdstuk zijn beschreven beperkt.

De normatieve beleidsfixatie was het duidelijkst zichtbaar op Europees niveau. Eind 2004 was Bolkestein als Eurocommissaris met de portefeuille interne markt opgevolgd door de Ier McCreevy. McCreevy, die in zijn vorige functie als minister van financiën van Ierland een belangrijke rol had gespeeld bij de vormgeving van het Ierse systeem van ‘light touch regulation’ ten opzichte van de snel groeiende financiële sector, had een overwegend positief beeld van de activiteiten van hedge funds en private equity-fondsen.¹²⁵ McCreevy gaf ook duidelijk te kennen dat hij geen voorstander was van nadere regulering ten aanzien van deze activiteiten. Zo zei hij in een interview in februari 2007: *‘Hedge funds and private equity are good for the market. They have given greater liquidity, they have added shareholder value and they have helped the rationalisation and innovation of companies.’*¹²⁶ In hetzelfde interview zei hij over het opkomend verschijnsel van aandeelhoudersactivisme: *“This question also links to shareholder activism. There are a whole lot of people getting a whole lot of things mixed up – with respect. A lot of companies in Europe don’t like shareholder activism at all. Their view and culture is that companies are more or less best run by the management of the company – and some of them even have an obscure view of the board of directors. In some member states, the management regards shareholders as a terrible pain in the neck, and they don’t want any type of shareholder activism. (...) Some people, when they talk about this – what they really want to do is to regulate them out of existence. Why? Because in my view they don’t want activism. They don’t want shareholder activism. (...) There will always be cases where shareholders act in companies’ long-term disinterest, but that’s been around since the time when no one knew the terms hedge funds or private equity. I will not embark on a course, and I don’t think Europe should, where we pour out the baby with the bathwater – active funds have kept markets on their toes, managers on their toes and boards of directors on their toes – in the mean.”*¹²⁷

125. In februari 2008 merkte McCreevy in een speech over private equity het volgende op: *“I have never viewed the private equity industry as anything other than a positive force for good in terms of advancing economic progress and ensuring that Europe and its Member States adapt to the realities of the global market place.”* Speech tijdens een conferentie georganiseerd door Allied Irish Banks te London op 7 februari 2008, speech 08/68.

126. Opgetekend in ‘FT Interview: Charlie McCreevy’, *Financial Times* 19 februari 2007.

127. Ibid.

Ook McCreevy's algemene beleidsagenda op het gebied van het (Europese) ondernemingsrecht had een duidelijke normatieve oriëntatie. In een voordracht gehouden in maart 2006 merkte McCreevy hierover het volgende op: *'Our overall objectives are to enhance shareholder value and bolster investor confidence. At the same time we must ensure that companies are not over-burdened with regulatory requirements and that entrepreneurial spirit is not stifled.'*¹²⁸ Nog uitgesprokener was McCreevy in een voordracht getiteld 'How can investors and companies work together to improve governance and create long term shareholder value' die hij in september 2006 tijdens de 'Active Investors Conference' in Brussel gaf. Hier liet hij onder meer het volgende optekenen: *"Boards, most importantly, are accountable to shareholders. (...) Shareholders, as residual owners of companies, have a fundamental role to play. Their rule lies at the heart of sound governance and they should play a more active role in companies. They must be given adequate means to question the boards of the companies they invest into. They must be given the means to control the way in which companies are run. Stronger shareholder rights and equal treatment of shareholders are in everyone's interest. Shareholders, who, through their vote, vet management actions, will contribute to improving corporate governance. This is the case, of course, of all shareholders but in particular of institutional shareholders. Institutional shareholders have the means to actively influence the way in which companies are governed."*¹²⁹ Dit citaat leest als een geparafraseerde weergave van de relevante normatieve uitgangspunten die de High Level Group of Company Law Experts in haar eindrapport uit 2002 had geformuleerd (zie §5.3.1 hiervoor).

McCreevy liet het niet bij alleen woorden. Zo dreigde hij in 2005 Frankrijk met een inbreukprocedure met betrekking tot een wetsvoorstel dat overnames door buitenlandse partijen van Franse ondernemingen in tien strategische sectoren.¹³⁰ Ook beijverde McCreevy zich voor de totstandkoming van de zogeheten 'Antonveneta richtlijn'¹³¹ begin 2007 als beleidsreactie op de tegenwerking die ABN AMRO in Italië van overheidswege had ondervonden bij de voorgenomen acquisitie van de Italiaanse bank Antonveneta. Het was vanuit deze

128. Openingspeech tijdens de bijeenkomst van het European Audit Leadership Network van 15 maart 2006. Bron: <http://www.tapestrynetworks.com/documents/Tapestry_EY_Euro_ACLN_Mar06_View.pdf>.

129. Speech McCreevy getiteld 'How can investors and companies work together to improve governance and create long term shareholder value', gehouden tijdens de Active Investors Conference te Brussel op 13 september 2006, speech 06/495.

130. 'EU may sue France over merger defenses, McCreevy says', *Bloomberg* 16 september 2005.

131. Richtlijn 2007/44/EG van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 92/49/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2002/83/EG, 2005/68/EG en 2006/48/EG wat betreft procedureregels en evaluatiecriteria voor de prudentiële beoordeling van verwervingen en vergrotingen van deelnemingen in de financiële sector, *PbEU* 2007, L 247/1.

achtergrond dat McCreevy in april 2007 de toenmalige DNB-president Wellink publiekelijk terechtwees toen laatstgenoemde in het openbaar zijn zorgen had uitgesproken over de plannen van het consortium van RBS, Santander en Fortis om ABN AMRO op te splitsen.¹³² Met een verwijzing naar de kort daarvoor tot stand gekomen Antonveneta richtlijn liet McCreevy via een woordvoerder het volgende optekenen: “*Commissioner McCreevy is very disappointed if any member state will go down the protectionist route, but would be even more disappointed if this is done by the Netherlands, which was one of the strongest supporters of the directive and is known for its open and progressive economy.*”¹³³

Ondertussen werd vanuit de Europese Commissie vaart gemaakt met de implementatie van de in het EU Action Plan van 2003 aangekondigde maatregelen. De urgentie werd eind 2004 nog eens onderstreept toen uit een ‘mid-term’ evaluatie van de Lissabon strategie bleek dat de verwezenlijking van de gestelde doelstellingen op het gebied van de interne markt achterbleven op schema.¹³⁴ Een van de ‘short term objectives’ op de beleidsagenda van het EU Action Plan was het opstellen van een richtlijn ter facilitering van de grensoverschrijdende uitoefening van aandeelhoudersrechten.¹³⁵ Dit actiepoint zou later worden uitgewerkt in wat uiteindelijk in 2007 de Richtlijn Aandeelhoudersrechten zou worden.¹³⁶ Deze richtlijn voorzag enerzijds in harmonisatie van minimumstandaarden die erop waren gericht om aandeelhouders in staat te stellen om hun bestaande rechten zoals het vergaderrecht en het stemrecht beter uit te oefenen en anderzijds in het creëren van een communautaire grondslag voor bepaalde

-
132. Wellink zou hier later zelf het volgende over zeggen: “*Alom werd er geroepen: laat de marktkrachten hun werk doen. Charlie McCreevy, de eurocommissaris voor de interne markt, kwam met een negatieve reactie, die hij naderhand nog eens dunnetjes overdeed. Mijn taxatie is, maar dat kan ik uiteraard niet bewijzen, dat de invloed van zijn opmerkingen, in het toenmalig klimaat, onevenredig groot is geweest.*” Zie R. Janssen, *Wellink aan het woord*, Amsterdam: Bezige Bij 2011, p. 29. McCreevy was echter niet de enige die Wellink terugfloot, ook het Nederlandse kabinet nam een andere houding aan. Wellink hierover: “*De houding van het ministerie van Financiën was heel lang: dit moet kunnen, of we het leuk vinden of niet. Ik vond het lastig, maar ik verwijt het ze niet. Wat men in die tijd bij Financiën dacht, was de overtuiging die ik op veel plaatsen aantrof.*” Zie *ibid*, p. 30.
133. ‘McCreevy warns Dutch Central Bank over ABN’, *Financial Times* 19 april 2007.
134. *Facing the Challenge: the Lisbon Strategy for Growth and Employment*, rapport van 1 november 2004, bron: <<http://ec.europa.eu/research/evaluations/pdf/archive>>. Het rapport was opgesteld door een High Level Group onder voorzitterschap van de Nederlandse oud-premier Kok.
135. EU Action Plan 2003, p. 24.
136. Richtlijn 2007/36 EG van het Europese Parlement en de Raad van 11 juli 2007 over de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen, *PbEU* L 184, p. 17-24. Zie voor een uitgebreide beschouwing over de totstandkoming en achtergrond van deze richtlijn Schouten 2012, p. 169-207.

aanvullende rechten en mogelijkheden voor aandeelhouders, zoals stemmen op afstand en de mogelijkheid om onderwerpen of ontwerpbesluiten aan te dragen voor de agenda van aandeelhoudersvergaderingen. Deze richtlijn stond in het teken van het faciliteren van de participatie van aandeelhouders teneinde de aandeelhoudersvergadering in de praktijk als volwaardig tegengewicht ten opzichte van de vennootschapsleiding in het bestel van corporate governance te kunnen positioneren.

Een ander actiepunt uit het EU Action Plan betrof een haalbaarheidsstudie naar een systeem van 'shareholder democracy' voor beursvennootschappen.¹³⁷ Meer in het bijzonder ging het daarbij om de vraag of het 'one share, one vote' principe op Europees niveau verankerd zou moeten worden. Het one share one vote principe zoals voorgesteld in de haalbaarheidsstudie beoogde in wezen tot uitdrukking te brengen dat er geen scheve verhouding zou mogen zijn tussen kapitaal enerzijds (het aantal aandelen) en zeggenschap anderzijds (de hoeveelheid stemmen die aan de gehouden aandelen verbonden zijn). Uiteindelijk viel eind 2007 het oordeel over het verplicht stellen van one share one vote op Europees niveau in de impact assessment negatief uit.¹³⁸ Tot die tijd werd het concept van 'shareholder democracy' vanuit de Europese Commissie evengoed nog als ideaalbeeld van corporate governance gepresenteerd.

Buiten het kader van het EU Action Plan werden in deze periode ook op het gebied van het Europese effectenrecht grote stappen gezet, in het bijzonder via de vaststelling van de Transparantierichtlijn eind 2004.¹³⁹ De Transparantierichtlijn ging uit van een systematiek van openbaarmakingsverplichtingen voor uitgevende instellingen, onder meer in de vorm van verplichte jaar-, halfjaar- en kwartaalberichten. Ook schreef de richtlijn een kader voor een geharmoniseerde regeling tot onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen voor. De Transparantierichtlijn had gelet op de doelstellingen en gelet op de mate van detail van de richtlijn-bepalingen het karakter van maximumharmonisatie; de ruimte voor de Lidstaten om bij de implementatie ervan zelf nog keuzes te maken bij de vormgeving van de nationale regelgeving was beperkt. De Transparantierichtlijn stond

137. EU Action Plan 2003, p. 14.

138. 'Impact Assessment on the Proportionality of Capital and Control of Listed Companies', Commission Staff Working Document, 12 december 2007, SEC (2007) 1705.

139. Richtlijn 2004/109 EG van het Europese Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *PbEU* L 390, p. 38-57.

voor een belangrijk deel in het teken van beleggersbescherming (considerans nrs. 1-2).¹⁴⁰ Een indirecte bijwerking van de voorgestelde regelingen was dat ook de blootstelling van beursondernemingen aan de financiële markt werd vergroot. Met name de publicatie van kwartaalcijfers – een praktijk die met de implementatie van de Transparantierichtlijn van een wettelijke grondslag zou worden voorzien – droeg bij aan de ‘feedback loop’ rond de koersvorming op de aandelenmarkten,¹⁴¹ een proces dat nog verder kon worden versterkt via berichtgeving in de media.¹⁴² Als zodanig droeg de Transparantierichtlijn bij aan een verdergaande oriëntatie van beursondernemingen op de financiële markten.

Alles overziende levert een analyse van het beleid op Europees niveau over beursondernemingen een duidelijk beeld op. De in het EU Action Plan 2003 neergelegde agenda werd koersvast uitgevoerd en ontwikkelingen op het niveau van de Lidstaten die met de beleidsmatige uitgangspunten van het EU Action Plan in strijd waren, zoals de voorgestelde beperkingen aan buitenlandse overnames in Frankrijk, werden aangepakt. Eurocommissaris McCreevy nam publiekelijk een duidelijk standpunt in over nieuwe verschijnselen zoals de opkomst van hedge funds en de toename in overnameactiviteit door grote private equity-fondsen. Zijn grondhouding bestond erin dat vooralsnog geen aanvullende regulering op Europees niveau zou worden geïntroduceerd. Ook McCreevy’s normatieve oriëntatie ten aanzien van de doelstellingen van de beleidsinitiatieven op Europees niveau (“*enhance shareholder value and bolster investor confidence*”) wees in een duidelijke richting. Tegen deze achtergrond was de beleidsvrijheid van Lidstaten om op nationaal niveau met eigen beleidsinitiatieven te komen in reactie op ontwikkelingen zoals de opkomst van aandeelhoudersactivisme beperkt.

140. Zie voor een contemporain overzichtsartikel over de verschillende dimensies van effectenrechtelijke vormen van beleggersbescherming C.M. Grundmann – van de Krol, ‘Beleggersbescherming: van vertrouwen op informatie, de goede zorgen van tussenpersonen tot vertrouwen op toezicht’, *Ondernemingsrecht* 2005, 39.

141. Een uitgesproken betoog over dit onderwerp is reeds in de jaren ’80 gegeven door de bekende belegger Soros. Volgens Soros was het proces van koersvorming op de aandelenmarkten geen eindimensionaal proces waarbij de aandelenkoers van een beursonderneming reageert op ontwikkelingen ten aanzien van de onderneming zelf, maar een meerdimensionaal proces waarbij naast de beweging van koersen op feitelijke ontwikkelingen ook feitelijke ontwikkelingen op koersbewegingen konden reageren. Soros benaderde dit meervoudig proces aan de hand van zijn concept van “*reflexivity*”. Zie G. Soros, *The Alchemy of Finance*, herziene editie 2003 (1e druk 1987), Hoboken: Wiley 2003, p. 49-72.

142. Zie over de invloed van de media op financiële markten R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2e druk, New York: Broadway 2005, p. 85-105. Kay omschreef dit fenomeen schertsend als “*Welcome to the world of Bloomberg Television*”. Zie J. Kay, *The truth about markets*, 2e druk, London: Penguin Books 2004, p. 3-11.

Ook op nationaal niveau was het beleid in Nederland op het gebied van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de eerste jaren na 2004 relatief koersvast. Helemaal onbegrijpelijk was dit niet. De beleidslijnen waren immers nog maar kort daarvoor grondig bediscussieerd in de politiek en in de uitvoeringspraktijk in het kader van de totstandbrenging van de wetwijzigingen van het Wetsvoorstel structuurregeling en de vaststelling van de Code. Dat de uitgangspunten van dit beleid niet meteen erna opnieuw ter discussie werden gesteld was tegen deze achtergrond bezien niet vreemd. Ook is goed voorstelbaar dat er onder beleidsmakers in de jaren na 2004 een gevoel leefde dat er in de periode tot 2004 weliswaar veel was gedaan om het bestel van corporate governance van Nederlandse beursondernemingen te moderniseren, maar dat de klus nog niet was geklaard. In de wereldwijde *Doing Business* ranking van de Wereldbank scoorde Nederland in september 2006 in de categorie 'Investor Protection' nog steeds een schamele 4.7 uit 10, goed voor een 99^e plek van de 175 landen overall en op gelijke hoogte met landen als Burkina Faso, Eritrea, Mali, El Salvador en Irak.¹⁴³ Juist vanuit de wens van het kabinet Balkenende II om nadrukkelijk in Europees verband de beleidsconcurrentie met andere Lidstaten aan te gaan op het gebied van het ondernemingsrecht zal deze beoordeling zeer waarschijnlijk hebben bijgedragen aan het beeld dat het gewenste eindresultaat voor wat betreft de positie van aandeelhouders/investeerders nog altijd niet was bereikt.

Illustratief voor deze beleidshouding was de gang van zaken rond het wetsvoorstel ter implementatie van de Overnamerichtlijn (Wetsvoorstel openbare biedingen) dat eind 2005 door Minister van Justitie Donner bij de Tweede Kamer werd ingediend.¹⁴⁴ De implementatie van de Overnamerichtlijn plaatste het kabinet andermaal voor beleidskeuzes met betrekking tot beschermingsconstructies. De reden hiervoor was dat de '*board neutrality rule*' van artikel 9 van de Overnamerichtlijn en de '*breakthrough rule*' van artikel 11 van de Overnamerichtlijn weliswaar in de uiteindelijke versie van de richtlijn niet dwingend waren voorgeschreven, maar de Lidstaten moesten ten aanzien van deze onderdelen van de richtlijn wel een keuze maken of zij deze regels bij de omzetting van de richtlijn in hun nationale wet- en regelgeving al dan niet dwingend zouden voorschrijven.

143. Rapport van de Wereldbank, *Doing Business in 2007: How to Reform*, 5 september 2006, bron: <<http://www.doingbusiness.org>>, p. 131. Zie kritisch L. Timmerman, 'De staat van het Nederlandse vennootschapsrecht anno 2007', *Ondernemingsrecht* 2007, 14.

144. Wetsvoorstel ter uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod van 22 december 2005, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nrs. 1-4.

HOOFDSTUK 6

Het kabinet koos in het Wetsvoorstel openbare biedingen voor een hybride aanpak. Enerzijds gaf het kabinet aan gebruik te willen maken van de ruimte die de Overnamerichtlijn bood door de regels van artikelen 9 en 11 van de richtlijn enkel als optioneel voor te schrijven. De voorgestelde wettelijke regeling creëerde een wettelijke basis, maar het was aan de betreffende vennootschappen zelf om in hun statuten al dan niet voor toepassing van deze bepalingen te kiezen. Het kabinet koos er wel voor om een eigen variant van de doorbraakregel te introduceren: wanneer na een geslaagd openbaar bod een periode van zes maanden zouden zijn verstreken, dan zou de overnemende partij onder terzijdestelling van eventuele beschermingsconstructies of andere beperkingen wettelijk bevoegd zijn om de bestuurders en commissarissen van de doelwitvennootschap te benoemen en te ontslaan (voorgesteld artikel 2:359c BW). Hiermee herintroduceerde het kabinet- in gewijzigde vorm – de doorbraakregeling die eerder in het kader van het Wetsvoorstel betwiste overnames was voorgesteld. Dit wetsvoorstel, dat reeds lange tijd een slapend bestaan had geleid, werd kort na de indiening van het Wetsvoorstel openbare biedingen definitief ingetrokken.¹⁴⁵ Daarnaast herintroduceerde het kabinet in het nieuwe wetsvoorstel haar eerder in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling geuite beleidsvoornemen om het onderscheid tussen ‘vredestijd’ en ‘oorlogstijd’ in artikel 2:118a BW te schrappen (zie §5.6.2). Met deze voorstellen gaf het kabinet een nieuwe impuls aan de regulering van beschermingsconstructies.¹⁴⁶

De argumenten die in de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel openbaar biedingen werden aangevoerd voor de beleidskeuzes rond beschermingsconstructies vertoonden grote gelijkens met de argumenten die in 2003 reeds rond de voorgestelde regeling van artikel 2:118a BW in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling waren opgevoerd. Ook argumenten die eerder in het kader van het Wetsvoorstel betwiste overnames of zelfs daarvoor al waren geformuleerd, in het bijzonder de formule over de onwenselijkheid dat “*de ondernemingsleiding een belangrijk gewijzigde machtsverhouding in de aandeelhoudersvergadering langdurig negeert of zou kunnen negeren.*”¹⁴⁷ kwamen als zodanig herkenbaar in de toelichting in het Wetsvoorstel openbare biedingen terug. De Memorie van Toelichting bevatte daarnaast de volgende algemene afweging: “*Met het oog op een dynamische kapitaalmarkt en een concurrerende economie wordt het onwenselijk geacht dat een overname die*

145. Brief van Minister van Justitie Donner aan de Tweede Kamer van 12 januari 2006 houdende intrekking Wetsvoorstel betwiste overnames, *Kamerstukken II*, 2005/06, 25 732, nr. 23.

146. In deze zin M.P. Nieuwe Weme & G. van Solinge, ‘Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden’, *Ondernemingsrecht* 2006, 66.

147. Memorie van Toelichting bij Wetsvoorstel openbare biedingen, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 16.

het economisch belang van de doelvennootschap dient, achterwege blijft vanwege bepaalde juridische beschermingsmaatregelen. Het in stelling brengen van beschermingsconstructies tegen een vijandige overname kan verhinderen dat aandeelhouders met een aanzienlijk aandelenpakket daadwerkelijk invloed kunnen uitoefenen op het beleid, met als gevolg dat deze aandeelhouder, indien hij het niet eens is met het door het bestuur van de vennootschap gevoerde beleid, slechts de mogelijkheid rest om zijn aandelen te verkopen. Ook kunnen potentiële beleggers die een actieve rol binnen de vennootschap willen vervullen, worden afgeschrikt. Dit kan uiteindelijk schadelijke gevolgen hebben voor het investeringsklimaat in Nederland.”¹⁴⁸ Het kabinet benaderde de voorgestelde inperking van beschermingsconstructies dus nadrukkelijk vanuit het perspectief van het Nederlandse investeringsklimaat.

Met betrekking tot de positie van certificaathouders en het voorstel van het kabinet om certificaathouders onder alle omstandigheden een wettelijke aanspraak op een stemvolmacht voor de onderliggende aandelen te geven bevatte de Memorie van Toelichting nog de volgende passage: *“Van belang is ten slotte dat wanneer een kapitaalverschaffer zeggenschap heeft in ‘oorlogstijd’, ook een grotere betrokkenheid mag worden verwacht bij de besluitvorming die in een dergelijke belangrijke periode wordt voorbereid. De laatste tijd zijn vooral de grotere institutionele beleggers meer actief geworden in de algemene vergadering van beursvennootschappen, hetgeen prijzenswaardig is. Wij menen dat van de kapitaalverschaffers verwacht mag worden dat zij de hen toekomende rechten op een aansprekende en verantwoordelijke manier zullen gebruiken. Zij zullen het daadwerkelijk afleggen van verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen kunnen afdwingen. Indien van kapitaalverschaffers verwacht en verlangd wordt dat zij daadwerkelijk werk maken van de aan hen toegekende rol in het systeem van de ‘checks and balances’ bij beursgenoteerde vennootschappen, dan dienen zij over de mogelijkheden daartoe te beschikken, tevens indien sprake is van beslissingen in het kader van overnames.”¹⁴⁹ Deze redenering lijkt te zijn geënt op dezelfde veronderstellingen die ook aan het Wetsvoorstel structuurregeling en aan de Code ten grondslag hebben gelegen, namelijk de veronderstelling dat met name (Nederlandse) institutionele beleggers van de sterkere aandeelhouderspositie gebruik zouden maken en dat deze aandeelhouders er uit zichzelf toe zouden overgaan om de nieuw verworven rechten op een verantwoorde manier te gebruiken mits hen daartoe de ruimte zou worden geboden. Dat er inmiddels aanwijzingen waren dat deze veronderstellingen mogelijk niet – of niet langer – juist waren, is hierbij kennelijk niet onderkend.*

148. Ibid.

149. Ibid, p. 17.

Uiteindelijk zijn de voorstellen van het kabinet in het kader van het Wetsvoorstel openbare biedingen afgezwakt (artikel 2:359c BW) dan wel ingetrokken (artikel 2:118a BW). Met name het eerstgenoemde voorstel trok direct na indiening van het wetsvoorstel stevige kritiek aan. Deze kritiek was met name ingegeven door de vrees dat in de verhouding van Nederland ten opzichte van andere Lidstaten een ongelijk speelveld zou ontstaan.¹⁵⁰ In maart 2006 werd vanuit de Kamerfracties van PvdA en regeringspartij VVD een amendement ingediend om de verplichte regeling van artikel 2:359c BW af te zwakken tot een optionele regeling.¹⁵¹ Dit voorstel werd in een Nota van Wijziging van juni 2006 overgenomen.¹⁵² Daarna liepen de wegen van de Kamerfracties van VVD en PvdA uiteen. De VVD diende een amendement in dat ertoe strekte om beursondernemingen wettelijk te verplichten om binnen zes maanden na inwerkingtreding van de uiteindelijke Wet openbare biedingen een voorstel over het al dan niet toepassen van de optionele regeling van artikel 2:359c BW aan hun AVA's voor te leggen.¹⁵³ Het kabinet nam dit voorstel over in een nieuwe Nota van Wijziging, maar deze wettelijke plicht is uiteindelijk niet ingevoerd nadat een later amendement van de fracties van PvdA en regeringspartij CDA om deze wijziging weer ongedaan te maken¹⁵⁴ bij de stemming over het Wetsvoorstel werd aangenomen.¹⁵⁵

Ten aanzien van artikel 2:118a BW dienden de Kamerfracties van CDA en PvdA in september 2006 gezamenlijk een amendement in dat ertoe strekte om de in het Wetsvoorstel openbare biedingen voorgestelde wijziging van dit artikel achterwege te laten.¹⁵⁶ De PvdA had zich in het kader van de behandeling van

150. Nieuwe Weme/Van Solinge 2006, p. 215-216.

151. Amendement van de leden Blok (VVD) en Douma (PvdA) bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 31 maart 2006 tot wijziging van artikel 2:359c BW, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 7.

152. Tweede Nota van Wijziging bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 16 juni 2006, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 9.

153. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 23 augustus 2006 over het voorleggen van de toepassing van de regeling ex artikel 2:359c BW aan de AVA, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 12.

154. Amendement van de leden Douma (PvdA) en J. de Vries (CDA) bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 19 oktober 2006 met betrekking tot schrapping van de verplichting tot raadpleging van de AVA over de toepassing van artikel 2:359c BW, *Kamerstukken II*, 2006/07, 30 419, nr. 18.

155. Verslag van stemmings over het Wetsvoorstel openbare biedingen in de zitting van de Tweede Kamer van 24 oktober 2006, *Handelingen II*, 2006/07, TK 16, p. 1112. Van de grote partijen stemden alleen VVD en D66 tegen aanname van dit amendement.

156. Amendement van de leden Douma (PvdA) en J. de Vries (CDA) bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 6 september 2006 met betrekking tot de voorgestelde regeling van artikel 2:118a BW, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 13.

het Wetsvoorstel structuurregeling in 2003 al uitgesproken tegen deze voorgestelde wijziging. Het CDA had dit destijds ook gedaan, maar om een andere reden dan de PvdA. Waar de PvdA inhoudelijke bezwaren had tegen de regeling zagen de bezwaren van het CDA tegen de voorgenomen regeling in 2003 met name op de timing ervan: de Overnamerichtlijn hing op dat moment nog in de lucht en de Code was nog niet definitief vastgesteld. Tegen die achtergrond achtte het CDA het in 2003 niet raadzaam om bij wetgeving op deze zaken vooruit te lopen (zie §5.6.2).

Blijkens de toelichting op het amendement bij het Wetsvoorstel openbare biedingen lagen de zaken voor het CDA inmiddels anders: *“De aanvankelijke doelstelling om via een EU-richtlijn een Europees gelijk speelveld te scheppen op het terrein van beperking van beschermingsconstructies is niet gehaald. De huidige richtlijn laat de keuze aan de lidstaten. In Nederland bestaat de mogelijkheid door middel van certificering van aandelen volmacht te verstrekken tot het uitoefenen van stemrecht. Beperking van deze mogelijkheid is zowel ongewenst als onnodig. Het ontnemen van de mogelijkheid tot het gebruik van certificering van aandelen als beschermingsconstructie is ongewenst, zowel omdat andere landen niets lijken te doen aan het opruimen van beschermingsconstructies en aldus een ongelijk speelveld dreigt te ontstaan. Ongewenst is het tevens omdat de activiteiten van bijvoorbeeld hedge funds laten zien dat het optreden van dergelijke hedge funds in sommige gevallen ook ondernemings- en maatschappelijke belangen kunnen schaden. Een bepaalde mate van bescherming kan dus verdedigbaar zijn. Het artikel is bovendien onnodig. De aanbevelingen van de Commissie Tabaksblat vragen ondernemingen om daar zo min mogelijk gebruik van te maken (‘comply’) en vraagt ondernemingen die dat wel doen uit te leggen waarom zij van die aanbeveling afwijken (‘explain’). Die Code Tabaksblat is wettelijk verankerd. In feite is hier dus gekozen voor een vorm van niet-vrijblijvende zelfregulering. Aanvullende wetgeving om bescherming tegen een vijandige overname door een verbod op gebruikmaking van certificering van aandelen onmogelijk te maken is voorts overbodig omdat in voorkomende gevallen de beschermende werking door een uitspraak van de Ondernemingskamer teniet kan worden gedaan. Misbruik wordt aldus voorkomen.”*¹⁵⁷

In de toelichting zijn verschillende politieke lijnen zichtbaar. De opmerkingen over de verhouding met de Code zijn duidelijk terug te voeren op eerdere standpunten van het CDA, terwijl de argumenten voor het standpunt dat de voorgestelde regeling ongewenst was eerder in het verlengde van eerdere standpunten van de PvdA lag. Toch was de Kamerfractie van het CDA op dit punt

157. Ibid.

HOOFDSTUK 6

inmiddels ook een stuk richting de opvatting van de PvdA opgeschoven. De expliciete verwijzing naar hedge funds kan wellicht ook worden begrepen als een verwijzing naar de eerdere uitingen van onbehagen vanuit de CDA-fractie (zie §6.1). Dat het amendement werd ingediend op een moment dat de casus rond Stork zich publiekelijk ontvouwde zal ook geen toeval zijn geweest.

Het hierboven beschreven amendement werd eind september 2006 door het kabinet overgenomen in een Nota van Wijziging.¹⁵⁸ Dit was voor de VVD-fractie weer een aanleiding om een nieuwe wijziging voor te stellen, namelijk een beperking ten aanzien van het stemrecht dat op beschermingspreferente aandelen kon worden uitgeoefend.¹⁵⁹ Dit amendement strekte ertoe om de reeds in de Code bij wijze van best practice voorgestelde stemrechtmaximering (best practice IV.1.2) wettelijk te codificeren. Uiteindelijk haalde dit amendement het niet bij de stemming over het wetsvoorstel.¹⁶⁰ Ook een eerder amendement vanuit de VVD-fractie om de vrijstelling van de biedplicht voor beschermingsstichtingen in tijd te verlagen van twee jaar naar zes maanden¹⁶¹ werd uiteindelijk verworpen.¹⁶²

De gang van zaken rond het Wetsvoorstel openbare biedingen laat zien dat de beleidsoriëntatie die in de periode van het Wetsvoorstel structuurregeling en de Code was ingeslagen aanvankelijk consequent werd gevolgd. Dit betekent dat ook de onderliggende veronderstellingen ongewijzigd bleven, deze waren aldus niet – of niet meer – geïkt aan de inmiddels veranderende omstandigheden die eerder in dit hoofdstuk zijn beschreven. Pas in de tweede helft van 2006 kwam hierin verandering. Dat het kabinet uiteindelijk is meegegaan in de wijzigingen die met name vanuit de fracties van PvdA en CDA zijn voorgesteld

158. Derde Nota van Wijziging bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 29 september 2006, *Kamerstukken II*, 2006/07, 30 419, nr. 15.

159. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 19 oktober 2006 over de maximering van stemrecht op beschermingspreferente aandelen, *Kamerstukken II*, 2006/07, 30 419, nr. 17.

160. Verslag van stemmingen over het Wetsvoorstel openbare biedingen in de zitting van de Tweede Kamer van 24 oktober 2006, *Handelingen II*, 2006/07, TK 16, p. 1112. Van de grote partijen stemden CDA, PvdA, GroenLinks en de SP tegen dit amendement.

161. Amendement van het lid Blok (VVD) bij Wetsvoorstel openbare biedingen van 23 augustus 2006 over de vrijstelling van beschermingsstichtingen van de biedplicht, *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 10.

162. Verslag van stemmingen over het Wetsvoorstel openbare biedingen in de zitting van de Tweede Kamer van 24 oktober 2006, *Handelingen II*, 2006/07, TK 16, p. 1111. Van de grote partijen stemden CDA, PvdA, GroenLinks en de SP tegen dit amendement.

had naar het zich laat aanzien niet zozeer te maken met veranderde opvattingen of beleidsdoelstellingen, maar eerder met aanvaarding van de politieke realiteit die zich vanuit de gewijzigde opstelling vanuit de Tweede Kamer afspiegelde.¹⁶³

Vanaf eind 2006 kwam alsnog een reactie op gang op de zorgen die rond de opkomst van aandeelhoudersactivisme in Nederland waren ontstaan. Met name kan hierbij worden gewezen op het consultatiedocument over de verhouding tussen beursvennootschappen en hun aandeelhouders dat op 20 december 2006 door de Monitoring Commissie Corporate Governance onder voorzitterschap van Frijns werd gepubliceerd.¹⁶⁴ De voorgestelde maatregelen van de Monitoring Commissie in dit consultatiedocument waren nog altijd bescheiden ingestoken en vooral bedoeld als verfijningen binnen de bestaande kaders. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de beweging naar een modern bestel van corporate governance met een normatieve oriëntatie op de positie van aandeelhouders kennelijk als een onvermijdelijke en onontkoombare ontwikkeling werd beschouwd.

In 2007 schreven Frijns en Maatman, destijds leden van de Monitoring Commissie, in een preadvies voor de Kon. Vereniging voor de Staathuishoudkunde hierover het volgende: *“De Europese school ziet de onderneming als een samenwerkingsverband van de diverse stakeholders waarbij het governance model de machtsbalans tussen deze stakeholders weerspiegelt. (...) Dit Europese model ligt onder vuur. Het is verre van populair bij buitenlandse beleggers die de stroperigheid van de besluitvorming hekelen en afwijking van het ‘one share one vote’ principe rangschikken onder een verdedigingswal die het leven voor het zittend management comfortabel maakt. Geen goede governance dus. De laatste jaren zien we een snelle aanpassing van Europese governance modellen in de richting van de eerder beschreven ‘Angelsaksische’ standaard. Die beweging berust voor veel beleidsmakers in Europa op een noodzakelijke aanpassing aan de gewijzigde machtsverhoudingen in de wereld; zij moet*

163. Wat hierbij ook een factor van betekenis geweest zou kunnen zijn is het feit dat Minister Donner van Justitie in september 2006 tussentijds aftrad als minister. Zijn opvolger Hirsch Ballin (CDA) maakte de parlementaire behandeling van het Wetsvoorstel openbare biedingen daarna af. Anders dan Donner hield Hirsch Ballin er blijkens de stukken over de verdere behandeling van het Wetsvoorstel openbare biedingen geen eigen uitgesproken opvattingen over corporate governance op na. Het is mogelijk dat de relatief flexibele opstelling van het kabinet in het vervolgtraject rond dit wetsvoorstel voor een deel aan de komst van Hirsch Ballin moet worden toegeschreven.

164. Over dit consultatiestuk R.H. Maatman, M. Meinema & A.F. Verdam, ‘Consultatiedocument Monitoring Commissie over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance code’, *Ondernemingsrecht* 2007, 31. Maatman en Verdam waren destijds lid van de Monitoring Commissie, Meinema was secretaris van de commissie.

*niet worden beschouwd als de erkenning van een superieur governancemodel.*¹⁶⁵ Aan het slot van hun beschouwing gaven Frijns en Maatman nog de volgende toelichting op hun eigen visie op deze ontwikkeling: *“Wij menen dat de dominantie van het marktmodel als een gegeven moet worden geaccepteerd en dat dit model naast onmiskenbare bezwaren en zwaktes ontegenzeggelijk bijdraagt aan een grotere economische dynamiek en aan een vorm van globalisering waarvan vooral de arme landen profiteren. (...) Dat neemt niet weg dat wij de aan het marktmodel klevende zwaktes onderkennen. Veelal zijn deze binnen het marktmodel via adequate wet- en regelgeving en via het stimuleren van de juiste institutionele setting in hoge mate te ondervangen.”*¹⁶⁶

Met hun pleidooi voor het zoeken van oplossingen binnen het ‘marktmodel’ gaven Frijns en Maatman in feite te kennen dat de discussie over de normatieve oriëntatie van het Nederlandse bestel van corporate governance in hun ogen definitief was afgesloten. Zij beschouwden dit als een noodzakelijke ontwikkeling gelet op de druk die in hun optiek van de internationale convergentie op dit gebied uitging. Vanuit deze optiek was er ook geen noodzaak meer om de fundamentele uitgangspunten van de herpositionering van de aandeelhouder in het bestel van corporate governance te herbezien.

Hierbij moet worden bedacht dat de door Frijns en Maatman gesignaleerde dominantie van het ‘marktmodel’ niet alleen in kringen van beleidsmakers en beleggers speelde, maar ook in zekere mate waarneembaar was onder bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. In §1.2 is reeds opgemerkt dat 74 van de honderd grootste Nederlandse beursondernemingen in hun jaarverslagen over 2006 melding maakten van een op aandeelhouderswaarde gerichte oriëntatie, terwijl in 1992 dit aantal nog 13 van de honderd bedroeg.¹⁶⁷ Ook is in §6.1 bij wijze van voorbeeld al gewezen op de opmerking van toenmalig ABN AMRO-commissaris Maas dat de keuze om in de strategie van ABN AMRO aan het begin van de 21ste eeuw de factor aandeelhouderswaarde als criterium voor succes te hanteren ‘als vanzelfsprekend’ was aangenomen. De toegenomen internationalisering in de gelederen van bestuurders en commissarissen kan in deze ontwikkeling een rol hebben gespeeld (zie §6.2.2).¹⁶⁸ Ook kan worden gewezen op veranderende bezoldigingsstructuren voor bestuurders van beursondernemingen waarbij variabele beloningen in aandelen of opties een steeds belangrijkere component van de

165. Frijns/Maatman 2007, p. 77.

166. Ibid, p. 83.

167. Bezemer 2010, p. 125.

168. In deze zin Abma 2006, p. 170.

totale bezoldiging waren geworden.¹⁶⁹ Het toegenomen belang van beloning in aandelen en opties kan tegelijkertijd als aanjager en als uitvloeisel van het op aandeelhouderswaarde gerichte ‘marktmodel’ van ondernemingsbestuur worden gezien. De normatieve beleidsoriëntatie die in deze paragraaf is beschreven vond dus ook een weerklink in alle gelederen van de toenmalige praktijk.

6.3 Constanten: de rechtspraak van de Hoge Raad

6.3.1 Inleiding

Naast de hierboven beschreven breuklijnen waren er ook constanten. Waar bij de hierboven beschreven breuklijnen sprake was van situaties waarin in het verlengde van de ontwikkelingen tussen 1999 en 2004 in de periode erna bepaalde onverwachte effecten aan de oppervlakte kwamen, was bij de constanten juist sprake van een zekere continuïteit. Een voorbeeld biedt de ondernemingsrechtswetenschap. Zoals hierboven beschreven leidden de veranderingen rond de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in wetgeving, rechtspraak en zelfregulering in de periode tussen 1999 en 2004 en de jaren onmiddellijk erna bij een aantal schrijvers tot verschuivingen in opvattingen, bijvoorbeeld over de vraag of het structuurregime moest worden gehandhaafd.¹⁷⁰ Bij andere schrijvers lijkt weer sprake te zijn geweest van een proces waarin reeds gehouden opvattingen over bijvoorbeeld een meer op het aandeelhoudersbelang gerichte invulling van het vennootschappelijk belang onder invloed van nieuwe ontwikkelingen meer geprononceerd werden uitgedragen of scherper werden geformuleerd.¹⁷¹ Hier staat evenwel tegenover dat schrijvers als Maeijer,¹⁷² Raaijmakers¹⁷³ en Timmerman¹⁷⁴ in dezelfde periode in het licht van deze ontwikkelingen juist van een zekere continuïteit in hun opvattingen

169. Een korte beschrijving van deze ontwikkeling geeft G. Westerhuis & A. de Jong, *Over geld en macht: financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*, Amsterdam: Boom 2015, p. 196-197.

170. Zie bijvoorbeeld Van Schilfgaarde 2003, Van Solinge 2003a en Van Solinge 2003b.

171. Bijvoorbeeld de noot J.M. Blanco Fernández bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*) en Buijs 2006. Een meer genuanceerd voorbeeld is Den Boogert 2005.

172. Zie bijvoorbeeld de noten van Maeijer bij HR 21 februari 2003, NJ 2003, 182 (*HBG*) en HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 (*RNA*).

173. Onder meer Raaijmakers Th. 2004a (over de Code Tabaksblat), Raaijmakers Th. 2004c (over de Nota Modernisering Ondernemingsrecht) en Raaijmakers Th. 2006b (HR *Forum-bank* ‘revisited’).

174. Bijvoorbeeld Timmerman 1999a, Timmerman 1999c, Timmerman 2000 en Timmerman 2003a (alle over de ontwikkeling van het moderne ondernemingsrecht). Zie voorts Timmerman 2001c (over ‘The End of History’ van Hansmann/Kraakman).

lieten blijken. Mede hierdoor hield de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap als geheel een zeker behoudend karakter. Ook in de politiek was op punten sprake van een zekere terughoudendheid in het wetgevingsproces. Illustratief is het feit dat het voorstel om het onderscheid tussen ‘oorlogstijd’ en ‘vredes-tijd’ in artikel 2:118a BW te schrappen het uiteindelijk ondanks de druk vanuit achtereenvolgens de Commissie Tabaksblat en het kabinet tot tweemaal toe niet heeft gehaald (zie §5.6.2 en §6.2.3). Deze terughoudendheid wijst ook in de richting van een continuïteit in opvattingen.

De belangrijkste constante in de ontwikkeling van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de jaren na 2004 betrof de jurisprudentie van de Hoge Raad. De Hoge Raad had met zijn beschikkingen in *HBG* en *RNA* al corrigerend opgetreden met betrekking tot de destijds door de Ondernemingskamer gehanteerde wijze van rechtsvorming via de open normen in het enquêterecht en in het vennootschapsrecht.¹⁷⁵ De Hoge Raad zou deze lijn in 2007 doortrekken in zijn beschikking in *ABN AMRO*¹⁷⁶ als ook in de beschikkingen inzake *Versatel*¹⁷⁷ en *DSM*¹⁷⁸ die kort daarna werden gewezen. Ook in de jaren erna handhaafde de Hoge Raad de eigen koers, wat met name tot uitdrukking kwam in zijn beschikkingen inzake *ASMI* (2010)¹⁷⁹ en *Cancun* (2014).¹⁸⁰ Met deze benadering bracht de Hoge Raad een correctie aan op de door de Ondernemingskamer geïnitieerde rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in die zin dat de invoer van ‘nieuw recht’ via open normen zoals de redelijkheid en billijkheid in de context van enquêteprocedures aan banden werd gelegd.

Met name de beschikking van de Hoge Raad inzake *ABN AMRO* markeerde in meerdere opzichten een correctie op de wijze waarop de Ondernemingskamer de leemtes in normstelling in de verhouding tussen beursvennootschappen en hun aandeelhouders had ingevuld (zie §6.2.2 hiervoor). Ook vormt de

175. In deze zin ook Timmerman 2003d.

176. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178 m.nt. M.P. Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2007, 127 m.nt. M.J. van Ginneken (*ABN AMRO*).

177. HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 610 m.nt. J.M.M. Maeijer en *JOR* 2007/237 m.nt. B.F. Assink (*Versatel I*), HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 611 m.nt. J.M.M. Maeijer en *JOR* 2007/238 m.nt. S.M. Bartman (*Versatel II*) en HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 612 m.nt. J.M.M. Maeijer en *JOR* 2007/239 m.nt. S.M. Bartman (*Versatel III*).

178. HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 5 m.nt. J.M.M. Maeijer en *JOR* 2008/11 m.nt. A. Doorman (*DSM*).

179. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228 m.nt. M.J. van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 2010, 105 m.nt. P.M. Storm en *AAe* 2010-11 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*ASMI*).

180. HR 4 april 2014, *NJ* 2014, 389 m.nt. P. van Schilfgaarde, *Ondernemingsrecht* 2014, 101 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Cancun*).

ABN AMRO-beschikking van de Hoge Raad een brug tussen enerzijds de eerdere beschikkingen in *RNA* en *HBG* waarvan bepaalde dragende elementen ook in *ABN AMRO* waren overgenomen en anderzijds de latere beschikking zoals *ASMI* en *Cancun* die op belangrijke onderdelen op *ABN AMRO* voortbouwden. Om die redenen is een nadere analyse van deze beschikking aangewezen.

6.3.2 *HR ABN AMRO nader beschouwd*

Bij nadere beschouwing blijkt de *ABN AMRO*-beschikking uiteen te vallen in een aantal deelaspecten. Aan elk van deze deelaspecten is in de literatuur al naar gelang de invalshoek van de betreffende schrijver een verschillend gewicht wordt toegekend. De deelaspecten hebben betrekking op de volgende thema's:

- (1) de bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsleiding en de AVA;
- (2) de uitleg van wettelijke bevoegdheden van de AVA;
- (3) de invulling van de taakopdracht van bestuurders en commissarissen in overnamesituaties; en
- (4) de inbedding van de Code in het systeem van rechtsnormen in het ondernemingsrecht.

Het eerste deelaspect betreft de beslissing van de Hoge Raad dat in de bevoegdheidsverdeling tussen bestuur, RvC en AVA geen zelfstandige rol voor de redelijkheid en billijkheid op grond van artikel 2:8 BW is weggelegd als grondslag voor rechten en aanspraken van aandeelhouders in aanvulling op de bij wet en statuten toegekende bevoegdheden.¹⁸¹ Volgens de Hoge Raad vond de andersluidende opvatting van de Ondernemingskamer geen steun in de in Nederland heersende algemene rechtsopvatting. Bovendien zou het aannemen van een verplichting tot voorafgaande consultatie van de AVA zonder wettelijke- of statutaire grondslag volgens de Hoge Raad onder verwijzing naar zijn eerdere beschikking inzake *HBG* (zie §5.4.4) tot onaanvaardbare rechtsonzekerheid leiden. Op deze gronden werd het door de Ondernemingskamer op de grondslag van artikel 2:8 BW in verband met de feiten en omstandigheden van het geval geconstrueerd goedkeuringsrecht van de AVA ten aanzien van de voorgenomen verkoop van LaSalle aan Bank of America door de Hoge Raad terzijde geschoven.¹⁸² Zodoende bleef de door de Ondernemingskamer geïdentificeerde hoofdregel over de bevoegdheidsverdeling ook onder de specifieke omstandigheden van de situatie van *ABN AMRO* als 'prooi' van kracht. Het bepalen van de strategie is in beginsel dus een aangelegenheid van het bestuur, onder toezicht van de RvC, en de AVA kan haar opvattingen daaromtrent tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar bij wet of statuten toegekende bevoegdheden.¹⁸³

181. HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*), r.o. 4.4.

182. *Ibid.*, r.o. 4.5.

183. *Ibid.*, r.o. 4.3.

Dit eerste deelaspect is in de literatuur op verschillende manieren geduid. Voor Nieuwe Weme lagen de overwegingen van de Hoge Raad in een logisch verlengde van zijn eerdere beschikking inzake *HBG* in die zin dat een overnamesituatie geen nieuwe bevoegdheden voor de AVA creëert.¹⁸⁴ Ook Maeijer refereerde in zijn noot aan de *HBG* beschikking, zij het dat hij het belang van deze beschikking vooral zag in het gewicht dat de Hoge Raad aan de rechtszekerheid toekent.¹⁸⁵ Beide schrijvers erkenden dat in de specifieke omstandigheden van deze casus geen grond was gelegen tot afwijking van de bestaande bevoegdheidsverdeling. Maeijer en Nieuwe Weme sloten de mogelijkheid de in Nederland heersende algemene rechtsopvatting in andere omstandigheden een grondslag voor aanvullende bevoegdheden voor de AVA zou kunnen bieden echter niet categorisch uit. Dit laatste deed Raaijmakers (sr.) wel.¹⁸⁶ Hij plaatste de overwegingen van de Hoge Raad in een breder perspectief, stellend dat de normen van redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW in de context van een beursvennootschap geen aanvullende werking hebben.¹⁸⁷ Kort gezegd achtte hij de bescherming van beleggers in beursvennootschappen een zaak van het effectenrecht. In zijn optiek was dan ook geen plaats voor een nadere invulling door de Ondernemingskamer van de door de wet- en regelgever vormgegeven verhouding tussen belegger en beursvennootschap.¹⁸⁸

Daarnaast benadrukte Raaijmakers dat de Hoge Raad in de principiële overwegingen van zijn beschikking in *ABN AMRO* het uitgangspunt van bestuurszelfstandigheid uit zijn arrest inzake *Forumbank* (zie §2.5)¹⁸⁹ had herbevestigd.¹⁹⁰ Volgens hem zou deze bevestiging van de bestuurszelfstandigheid ook door moeten werken in de wijze waarop het bestuur met ‘agendepunten’ en moties van de AVA dient om te gaan als ook de wijze waarop een en ander in een enquêteprocedure door de Ondernemingskamer moet worden getoetst.¹⁹¹ Ook De Jongh zag in deze overweging een duidelijke ‘accentuering’ van het primaat van het bestuur.¹⁹² De andere annotatoren onderkennen impliciet dan wel expliciet dat de door de Hoge Raad in r.o. 4.3 van de beschikking geformuleerde rechtsregel een juiste weergave vormde van de heersende leer over de bevoegdheidsverdeling binnen een N.V., maar verbonden hier geen verdere conclusies aan. Toch is het aannemelijk dat de Hoge Raad met zijn overweging dat het

184. Noot M.P. Nieuwe Weme, *JOR* 2007/178, nr. 6.

185. Noot J.M.M. Maeijer, *NJ* 2007, 434, nr. 2.

186. M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Overnamestrijd ABN AMRO’, *Ae* 2007, p. 785-792.

187. Raaijmakers Th. 2007b, nr. 4.

188. *Ibid.*

189. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*).

190. Raaijmakers Th. 2007b, nr. 3.

191. *Ibid.*

192. J.M. de Jongh, ‘Primaat van het bestuur bevestigd’, *Bb* 2007, p. 175-182, nr. 6.

bepalen van de strategie in beginsel een bestuursaangelegenheid is en de rol van de AVA beperkt is tot het uitoefenen van haar wettelijke en statutaire bevoegdheden tegenwicht heeft willen bieden tegen destijds geopperde standpunten in de literatuur en de praktijk dat aandeelhouders in beursvennootschappen een grotere mate van invloed op de vennootschapsleiding zou moeten kunnen uitoefenen over strategische aangelegenheden, een tendens die blijkt uit de beschikkingen in *Stork* en *ABN AMRO* geleidelijk ook in zekere mate in de rechtspraak van de Ondernemingskamer was gaan doorwerken. Van een correctie in de rechtsontwikkeling was strikt genomen dus geen sprake, maar de overwegingen van de Hoge Raad hadden in de verhouding met de rechtspraak van de Ondernemingskamer toch een zekere zelfstandige betekenis.

Het tweede deelaspect van de *ABN AMRO*-beschikking had betrekking op de uitleg van de strekking en de reikwijdte van het goedkeuringsrecht van de AVA op grond van artikel 2:107a BW. Hoewel de overwegingen van de Hoge Raad specifiek op het goedkeuringsrecht zien, is het door de Hoge Raad geformuleerd interpretatiekader ook toepasbaar op de nadere invulling van andere wettelijke bevoegdheden van de AVA en van individuele aandeelhouders. Het oordeel van de Hoge Raad over de uitleg van artikel 2:107a BW was in wezen tweeledig. Ten eerste oordeelde hij dat de open norm in artikel 2:107a lid 1 BW met betrekking tot de reikwijdte van het goedkeuringsrecht, te weten het criterium van de 'belangrijke wijziging in de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming', restrictief moest worden uitgelegd, dit gelet op de wetsgeschiedenis, de verhouding tot de kwantitatieve criteria van artikel 2:107a lid 1 onder a-c BW en andermaal het belang van de rechtszekerheid.¹⁹³ Ten tweede overwoog de Hoge Raad, in het verlengde van zijn overwegingen met betrekking tot de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap, dat artikel 2:8 BW geen grondslag kon zijn voor een goedkeuringsrecht voor de AVA buiten het toepassingsbereik van artikel 2:107a BW.¹⁹⁴ Op deze overwegingen van de Hoge Raad werd instemmend door de annotatoren gereageerd, al kregen deze passages van de beschikking relatief weinig aandacht. Hierdoor bleef onderbelicht dat de Hoge Raad met de restrictieve uitleg van de norm 'belangrijke wijziging in de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming' voor een belangrijk deel een einde maakte aan de in de literatuur en praktijk heersende onduidelijkheid over de reikwijdte van artikel 2:107a BW.¹⁹⁵ Hiermee vormden deze overwegingen een richtingaanwijzer in de verdere rechtsontwikkeling.

193. HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*), r.o. 4.7.

194. *Ibid.*, r.o. 4.8.

195. Zie bijvoorbeeld B.W. Roelvink, 'Goedkeuring door aandeelhouders', *TOP* 2007, p. 71-75.

Het derde deelaspect van de *ABN AMRO*-beschikking betrof de taakopdracht van bestuurders en commissarissen van beursvennootschappen in overnamesituaties. Dit onderdeel had betrekking op de overweging van de Hoge Raad dat het bestuur ook wanneer het zelf besluit tot het ‘in play’ brengen van de vennootschap bij de uitoefening van zijn taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop behoort te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders maar niet daartoe beperkt, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.¹⁹⁶ Het is waarschijnlijk deze passage die ertoe heeft geleid dat in de literatuur vaak naar de *ABN AMRO*-beschikking wordt verwezen ter adstructie van de stelling dat het Nederlandse vennootschapsrecht wordt gekenmerkt door een zogenoemd *stakeholdersmodel*.¹⁹⁷

Deze overweging van de Hoge Raad vormde als zodanig geen zelfstandige wending in de rechtsvorming; de Hoge Raad bevestigde immers de rechtsregel uit zijn eerdere arrest inzake *Doetinchemse Ijzergieterij* (zie §2.4 hiervoor)¹⁹⁸ en de bestendige opvattingen in literatuur en jurisprudentie die in het verlengde daarvan waren ontwikkeld (zie §2.6-2.7). Maeijer volstond met een (instemmende) verwijzing naar de betreffende rechtsoverweging,¹⁹⁹ terwijl Raaijmakers deze overweging in het geheel niet heeft genoemd. Nieuwe Weme zag in deze overweging een correctie van de lijn van de Ondernemingskamer die erin zou hebben bestaan dat het bestuur na de beslissing om het ‘stand alone’ scenario voor ABN AMRO te hebben verlaten zich louter tot het belang van de aandeelhouders zou hebben te richten.²⁰⁰ Van Ginneken betwijfelde of de Ondernemingskamer in haar beschikking gelet op de motivering niet van het stakeholdersmodel heeft willen afwijken en stelde in dat verband dat het aanhalen van het vennootschappelijk belang door de Hoge Raad kennelijk was bedoeld om het stakeholdersmodel zekerheidshalve nog eens te bevestigen.²⁰¹ Voorts merkte Van Ginneken op dat de beschikking van de Hoge Raad weliswaar van belang was voor de overnamepraktijk, maar dat de concrete invulling van hetgeen door het vennootschappelijk belang van bestuur en RvC in overnamesituaties wordt gevegd, met name voor zover het gaat om beschermingsmaatregelen, nog altijd niet duidelijk was. Alles overziende lijkt het er inderdaad op dat de Hoge Raad – al dan niet ten overvloede – de heersende leer ten aanzien van het vennootschappelijk belang heeft willen herbevestigen. Deze overweging vormde als zodanig dus geen wending, maar kan wel

196. HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*), r.o. 4.5.

197. Zie bijvoorbeeld Raaijmakers G. 2009a, voetnoten 12 en 19.

198. HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 m.nt. Ph.A.N. Houwing (*Doetinchemse Ijzergieterij*).

199. Noot J.M.M. Maeijer, *NJ* 2007, 434, nr. 2.

200. Noot M.P. Nieuwe Weme, *JOR* 2007/178, nr. 7.

201. Noot M.J. van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 2007, 127, nr. 5.

worden geduid als een reactie op andersluidende opvattingen in de literatuur waarnaar in de conclusie van A-G Timmerman expliciet werd verwezen.²⁰² Zodoende komt aan deze herbevestiging van de Hoge Raad wel een zelfstandige betekenis in de rechtsvorming toe.

Het laatste deelaspect zag op de verwijzingen van de Hoge Raad naar de Code als bron voor de in Nederland heersende algemene rechtsopvatting in de zin van artikel 3:12 BW.²⁰³ Ook hier was strikt genomen geen sprake van een wending. In de *HBG*-beschikking had de Hoge Raad de voorloper van de Code, het rapport van de Commissie Peters, in navolging van de A-G al impliciet gebruikt als richtsnoer voor het bepalen van de in Nederland heersende opvattingen over corporate governance.²⁰⁴ Ook de Ondernemingskamer had eerder impliciet de Code gebruikt als bron van ‘regels voor corporate governance’ waaraan in het kader van toetsing van beleid in een enquêteprocedure betekenis kon toekomen.²⁰⁵ De koppelingen tussen enerzijds Code en rechtsopvatting en anderzijds rechtsopvatting en rechtsregel waren dus al afzonderlijk gelegd. De overweging van de Hoge Raad in de *ABN AMRO*-beschikking bestond erin dat deze beide koppelingen expliciet werden geïntegreerd tot de regel dat de Code een uitdrukking is van de in Nederland heersende rechts-overtuigingen in de zin van artikel 3:12 BW.²⁰⁶

Zowel Maeijer als ook Raaijmakers maanden op dit punt tot voorzichtigheid. Voor Maeijer stond niet vast dat de Code een inhoudelijke bron voor ‘rechtens afdwingbare’ rechtsregels kon zijn,²⁰⁷ terwijl Raaijmakers het idee van de Code als bron voor ‘bindende’ rechtsregels stellig afwees.²⁰⁸ Gelet op de overige overwegingen van de beschikking ligt het evenwel niet voor de hand dat het de Hoge Raad heeft beoogd om de bepalingen van de Code via de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid als afdwingbare rechtsregels

202. Conclusie A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*), nr. 3.4 (verwijzend naar de noot van J.M. Blanco Fernández bij Gerechtshof Amsterdam (OK) 7 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), nr. 2).

203. HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*), r.o. 4.4 en 4.8.

204. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57 m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*), r.o. 6.4.2.

205. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 9 oktober 2006, *JOR* 2007/9 m.nt. C. de Groot (*UMI*), r.o. 3.3.

206. Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 30. Zie voorts J. de Bie Leuveling Tjeenk, *De Corporate Governance Code als bron van ondernemingsrecht in enquêtezaken*, in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Van der Heijden-reeks nr. 110, Deventer: Kluwer 2011, p. 215-230.

207. Noot J.M.M. Maeijer, *NJ* 2007, 434, nr. 2.

208. Raaijmakers Th. 2007b, nr. 4.

in het vennootschapsrecht te ‘importeren’. De Code werd in de *ABN AMRO*-beschikking eerder als ijkpunt gebruik om het bestaan van een beweerdelijke rechtsregel te toetsen. De Hoge Raad zou echter in latere beschikkingen, beginnend met de *Versatel III*-beschikking²⁰⁹ een nadere invulling geven aan de wijze waarop de Code inhoudelijk kan doorwerken in het vennootschappelijk bestel. Vermeldenswaard is tot slot de clausulering die De Jongh op de overwegingen van de Hoge Raad over de Code aanbracht. Hij riep in herinnering dat de Code alleen van toepassing is op beursvennootschappen, een nuance die in de overweging van de Hoge Raad niet expliciet is opgenomen.²¹⁰ De Jongh voegde hieraan toe dat het weliswaar niet ondenkbaar was dat sommige bepalingen uit de Code als bron van ongeschreven recht een zekere uitstraling zouden hebben naar niet-beursvennootschappen, maar dat dit slechts in uitzonderlijke gevallen mogelijk zou zijn gezien het bijzondere karakter van de beursvennootschap.²¹¹

Zoals hierboven beschreven werd de *ABN AMRO*-beschikking van de Hoge Raad in de literatuur positief beoordeeld. De strekking van de commentaren laat zich omschrijven als een collectieve zucht van verlichting dat de Hoge Raad het rechterlijk activisme van de Ondernemingskamer een halt had toegeroepen en aldus het ondernemingsrecht weer op het rechte pad had gebracht. Dit sentiment wordt mooi geïllustreerd door de volgende passage in de noot van Maeijer: “*Hoe komt het toch dat de OK bij herhaling ‘heersende of breed gedragen opvattingen over corporate governance’ zo goed meent te kennen, terwijl zulks volgens de HR telkens niet het geval blijkt te zijn.*”²¹²

Van Schilfgaarde stelde in zijn commentaar de vraag aan de orde of het door de Hoge Raad aangegeven rechte pad niet ook een rechtspolitieke dimensie kende. Van Schilfgaarde beantwoorde deze vraag zelf bevestigend. Hierbij wees hij in het bijzonder op het gewicht dat de Hoge Raad in casu had toegekend aan de rechtszekerheid en op de wijze waarop de Hoge Raad de Code als leidraad voor de invulling van artikel 2:8 lid 1 BW had gebruikt.²¹³ Van een rechtspolitieke dimensie zou sprake zijn geweest als de Hoge Raad het recht

209. HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 612 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/239 m.nt. S.M. Bartman en *Ondernemingsrecht* 2008, 58 m.nt. P.M. Storm (*Versatel III*).

210. De conclusie van A-G Timmerman bevat wel een aanzet tot deze nuance. In nr. 4.8 van de conclusie overweegt hij “*Hetgeen van het bestuur van een beursvennootschap jegens haar algemene vergadering van aandeelhouders op de voet van ar. 2:8 BW wordt gevorderd door de redelijkheid en billijkheid – mede in aanmerking genomen de in Nederland aangevaarde inzichten omtrent corporate governance zoals neergelegd in (principe IV.1.3 van) de code-Tabaksblad – (...)*”.

211. De Jongh 2007b, nr. 5.

212. Noot J.M.M. Maeijer, *NJ* 2007, 434, nr. 2.

213. Van Schilfgaarde 2007, p. 1956.

niet louter had toegepast, maar in die toepassing uit hoofde van een belangenafweging bepaalde keuzes had gemaakt. Voor Van Schilfgaarde vloeide het oordeel van de Hoge Raad niet zozeer dwingend voort uit een context-neutrale toepassing van het recht, maar waren de principiële overwegingen van de Hoge Raad mede de uitkomst van een contextgedreven afweging. Anders gezegd: de Hoge Raad had in zijn optiek ook anders kunnen beslissen.

Van Schilfgaarde's opvatting is indertijd bestreden door Schoordijk, die stelde dat van een rechtspolitiek oordeel alleen sprake kon zijn indien een rechter bij de beslechting van het geschil de keuze heeft tussen twee serieuze opties.²¹⁴ Raaijmakers was nog stilliger, zonder overigens rechtstreeks op de opvatting van Van Schilfgaarde in te gaan. De openingszin van zijn noot – “*De beslissing van de HR is glashelder en behoeft eigenlijk nauwelijks toelichting*”²¹⁵ – doet vermoeden dat de inhoud van de *ABN AMRO*-beschikking voor hem in hoge mate vanzelfsprekend was. In een latere voordracht heeft Timmerman evenwel betoogd dat de *ABN AMRO*-beschikking – evenals de latere beschikking inzake *ASMI* – wel degelijk een rechtspolitiek element kende in die zin dat de Hoge Raad het primaat van de vennootschapsleiding in Nederlandse beursvennootschappen zeker heeft willen stellen.²¹⁶

De overwegingen van de Hoge Raad over de uitleg van het goedkeuringsrecht op de voet van artikel 2:107a BW en de beperkte rol en functie van de normen van redelijkheid en billijkheid op grond van artikel 2:8 BW rond de bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsorganen kunnen ook worden geduid als een correctie op de wijze van rechtsvorming via open normen door de Ondernemingskamer. De Hoge Raad had in 2003 met zijn beschikking in *HBG* de Ondernemingskamer op dit punt al een keer gecorrigeerd (zie §5.4.4) en het lijkt aannemelijk dat de stelligheid van de betreffende overwegingen in de *ABN AMRO*-beschikking (mede) was ingegeven door een wens om het proces van vrije ontwikkeling van dergelijke rechtsnormen door de Ondernemingskamer definitief een halt toe te roepen. In zoverre werkte de eerder door Willems en Timmerman gearticuleerde richtingenstrijd over wat de rol van de rechter in

214. H.C.F. Schoordijk, ‘ABN AMRO, Van Schilfgaarde en de rechtsvorming’, *NJB* 2007, 2281, p. 2815-2816 (met naschrift P. van Schilfgaarde). Zie ook Schoordijk's latere bijdrage (vanuit het perspectief van de OK gezien) ‘Rechtsvinding en Ondernemingskamer’ in K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (reds.), *Willems' wegen: opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Van der Heijden-reeks nr. 102, Deventer: Kluwer 2010, p. 325-335.

215. Raaijmakers Th. 2007b, nr. 1.

216. Voordracht L. Timmerman, gehouden tijdens het Anton Philips Fund/Center for Company Law congres ‘Fiduciary duties in corporate law’, Universiteit van Tilburg op 4 november 2011 (ongepubliceerde tekst). Zie voorts Timmerman 2012.

het proces van rechtsvorming in het ondernemingsrecht zou moeten zijn (zie §5.4.5) ook door in de respectieve opstellingen van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad in *ABN AMRO*. Zo bezien had de *ABN AMRO*-beschikking van de Hoge Raad dus wel degelijk een rechtspolitieke dimensie.

In zijn recent overzichtswerk over de redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht heeft Van Schilfgaarde zijn eerdere opvattingen over de *ABN AMRO*-beschikking nader uitgewerkt en herbevestigd.²¹⁷ Dit geldt ook voor zijn standpunt dat de beschikking op onderdelen door rechtspolitieke keuzes is ingegeven: “*Mijn hierboven gegeven commentaar kan als volgt worden samengevat. De overwegingen van de Hoge Raad zijn niet vlekkeloos, maar per saldo goed te volgen. Dat de daarin vervatte redenering dwingend is zou ik echter niet durven volhouden. Uiteindelijk gaat het om een beredeneerde keuze. De Hoge Raad kiest voor rechtszekerheid en in verband daarmee voor de autonomie van het bestuur en de RvC als samen optredende organen. In de beslissing wordt een zwaar accent gelegd op enerzijds de bevoegdheidsverdeling tussen de organen, anderzijds de betekenis van artikel 2:107a BW. Per saldo geeft echter de doorslag het tegenover Bank of America en Barclays ‘niet gerechtvaardigd’ zijn van een doorbreking van de regels en de in dat verband in acht te nemen redelijkheid en billijkheid. De anders gerichte keuze van de Ondernemingskamer was ook, afgezien van naast liggende beschouwingen, op de redelijkheid en billijkheid gebaseerd, maar dan op de interne, tegenover (de vergadering van) aandeelhouders of groepen van aandeelhouders in acht te nemen redelijkheid en billijkheid. Deze andere keuze, die niet onverdedigbaar is, wordt door de Hoge Raad terzijde gesteld. In zoverre leveren beide beschikkingen, die van de Hoge Raad en die van de Ondernemingskamer, goede voorbeelden op van Vrankens stelling dat rechtspreken kiezen is. Een illustratie ook van mijn opmerking dat bij die keuze dikwijls maatschappelijke en rechtspolitieke overwegingen een rol spelen en dat het uiteindelijk gaat om het oordeel als gemotiveerde keuze.*”²¹⁸

6.3.3 Verdere ontwikkelingen in jurisprudentie

De beschikking van de Hoge Raad inzake *ABN AMRO* is in de jaren erna een nuttig fundament gebleken voor verdere rechtsontwikkeling in de jurisprudentie. Met name in de *ASMI*-beschikking van de Hoge Raad uit 2010, maar ook in andere beschikkingen van de Hoge Raad en de Ondernemingskamer is

217. P. van Schilfgaarde, *De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 100, Deventer: Kluwer 2016, p. 188-200.

218. *Ibid*, p. 200.

duidelijk voortgebouwd op het de vier hiervoor beschreven deelaspecten van de *ABN AMRO*-beschikking. Een geheel uitputtende beschouwing gaat de reikwijdte van dit onderzoek te buiten.²¹⁹ Ik volsta daarom met de signalering van enkele hoofdpunten in deze ontwikkeling.

De bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders en het beginsel van bestuurszelfstandigheid

De lijn die de Hoge Raad in *ABN AMRO* heeft ingezet ten aanzien van de onderlinge bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende organen in beursvennootschappen is later expliciet herbevestigd in de *ASMI*-beschikking.²²⁰ Als logisch uitvloeisel hiervan oordeelde de Hoge Raad dat het aan het bestuur was – onder toezicht van de RvC – om te bepalen in hoeverre het bestuur over de te voeren strategie in overleg zou moeten treden met aandeelhouders.²²¹ De Hoge Raad ging in de *ASMI*-beschikking nog een stap verder. In haar beschikking van 5 augustus 2009 had de Ondernemingskamer geoordeeld dat de RvC tekort was geschoten in haar taak tot bemiddelen in het conflict tussen het bestuur en bepaalde aandeelhouders over de strategie van de onderneming.²²² Een quasi-verplichting tot bemiddeling door de RvC was al eerder door de Ondernemingskamer was geformuleerd in haar *Stork*-beschikking²²³ en het bestaan van een dergelijke verplichting was daarna ook verdedigd in de literatuur.²²⁴ De Hoge Raad oordeelde in cassatie dat de wettelijke taakopdracht van de RvC geen – rechtens afdwingbare -verplichting tot bemiddeling met zich bracht en dat een dergelijke plicht ook niet uit de aanvullende werking van artikel 2:8 lid 1 BW voortvloeide.²²⁵ De Hoge Raad overwoog voorts dat het aannemen van een verplichting tot actieve bemiddeling door de RvC op gespannen voet zou staan met de beleidsvrijheid van de RvC bij de uitoefening van zijn wettelijke taak.²²⁶ In samenhang bezien lijkt de Hoge

219. Zie voor uitgebreidere beschouwingen over de ontwikkeling op het gebied van corporate governance in de eerste jaren na de *ABN AMRO* beschikking Assink 2009, p. 30-51 en J.J. Prinsen, 'Corporate governance op de grens van een nieuw decennium', *O&F* 2011, p. 29-53.

220. HR 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (*ASMI*), r.o. 4.4.1.

221. Ibid.

222. Gerechtshof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, *JOR* 2009/254 m.nt. R.M. Hermans, (*ASMI IV*), r.o. 3.14. Zie ook de noot van Hermans onder Gerechtshof Amsterdam (OK) 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 (*ASMI III*) over de bemiddelende rol van de Stichting Continuïteit ASMI.

223. Gerechtshof Amsterdam (OK) 20 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), r.o. 3.4.

224. Bijvoorbeeld Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 602.

225. HR 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (*ASMI*), r.o. 4.5.1.

226. Ibid, r.o. 4.5.2.

Raad met de bovengenoemde overwegingen vooral de bestuurszelfstandigheid van de vennootschapsleiding van beursvennootschappen te hebben bevestigd.²²⁷

De overwegingen van de Hoge Raad uit *ABN AMRO* en *ASMI* over de bestuurszelfstandigheid in relatie tot de rechten en bevoegdheden van aandeelhouders in beursvennootschappen kwamen een paar jaar later opnieuw aan de orde in de uitspraak van de Voorzieningenrechter in de Rechtbank Den Haag in de procedure in kort geding die Boskalis tegen Fugro had aangespannen.²²⁸ In deze zaak ging het om een agenderingsverzoek op de voet van artikel 2:114a BW dat Boskalis, op dat moment houdster van bijna 25% van de aandelen in het beursgenoteerde Fugro, aan de vennootschapsleiding van Fugro had gedaan. Met het agenderingsverzoek wilde Boskalis tijdens de eerstvolgende AVA een aanbeveling aan het bestuur van Fugro in stemming brengen om over te gaan tot beëindiging van één van de drie beschermingsconstructies die in de governance structuur van Fugro was vervat. De vennootschapsleiding van Fugro weigerde om het agenderingsverzoek als stempunt op de agenda op te nemen omdat de AVA geen bevoegdheid had ter zake van het door Boskalis voorgestelde agendapunt en omdat de stemming waarop Boskalis aanstuurde een inbreuk zou behelzen op de bevoegdheid van het bestuur van Fugro om de strategie en beleid van de vennootschap te bepalen. Dit gold volgens de vennootschapsleiding van Fugro ook in het geval waarin het stempunt niet als instructie maar als aanbeveling was geformuleerd en waarin partijen het er over eens waren dat de uitkomst van een dergelijke stemming in de AVA voor het bestuur van Fugro niet bindend zou zijn. Het bestuur van Fugro bood wel aan om het door Boskalis voorgestelde agendapunt als discussiepunt op de agenda op te nemen. Boskalis nam hier geen genoegen mee; zij eiste dat over de betreffende agendapunten zou worden gestemd.

227. Zo ook Van Ginneken (*JOR* 2010/228 nrs. 3-4) en Raaijmakers (M.J.G.C. Raaijmakers 'ASMI: zelfstandigheid en beleidsvrijheid van bestuur in een beurs-NV, *A&E* 2010, p. 800-807, nr. 2a) in hun noten bij de HR *ASMI*-beschikking.

228. Rechtbank Den Haag (Vz) 17 maart 2015, *JOR* 2015/135 m.nt. R.G.J. Nowak, *Ondernehmensrecht* 2015, 60 m.nt. R.A.F. Timmermans (*Fugro*). Kritisch over deze uitspraak zijn F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro', *WPNR* 2015 (7061), p. 407-413 en T.C.A. Dijkhuizen, 'Boskalis/Fugro: het agenderingsrecht verder uitgehold?', *Bb* 2016, p. 1-9. Een meer positieve beoordeling van de uitspraak is te vinden in D.M.H. de Leeuw, 'Bescherming van stakeholders en de grenzen van het agenderingsrecht', *TAO* 2015, p. 117-124 en F.J. Oranje, 'Het agenderingsrecht: geen hard and fast rule', *TOP* 2015, p. 25-28. Een reprise geeft T.C.A. Dijkhuizen, 'Het agenderingsrecht: toetssteen voor de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen?', in M. Holtzer, D. Strik & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Van der Heijden-reeks nr. 134, Deventer: Kluwer 2016, p. 177-198.

Boskalis entameerde daarop een kort geding met als inzet om een bevel van de Voorzieningenrechter te krijgen dat Fugro alsnog tot agendering van het voorgestelde punt op de door Boskalis verlangde wijze zou overgaan.²²⁹ De Voorzieningenrechter wees de vordering van Boskalis af. Onder verwijzing naar de parlementaire geschiedenis bij het Wetsvoorstel structuurregeling (zie §5.6.1) en het Wetsvoorstel ter implementatie van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten (zie §6.4.1 hierna) overwoog de Voorzieningenrechter dat de ratio van artikel 2:114a BW erin bestond om de dialoog tussen de vennootschapsleiding en aandeelhouders te vergroten.²³⁰ Over de verhouding tussen het agenderingsrecht en de bestuurszelfstandigheid overwoog de Voorzieningenrechter als volgt:

*“Naar het oordeel van de voorzieningenrechter behoeft het bestuur geen gevolg te geven aan het verzoek van Boskalis om (in plaats van op basis van een concept-besluit) een concept-aanbeveling, zoals die in deze procedure aan de orde is, in stemming te brengen. De voorzieningenrechter stelt het in stemming brengen van de (concept-)aanbeveling op één lijn met het in stemming brengen van een “besluit”, waarbij het bestuur wordt opgedragen – kort gezegd – de Antilliaanse Beschermingsconstructie te beëindigen. Bij een stemming over de aanbeveling wordt immers de verhouding tussen de Algemene Vergadering en het bestuur, ten aanzien van een onderwerp dat de vennootschapsstrategie betreft en derhalve exclusief behoort tot het domein van het bestuur, “op scherp” gezet. Dat een aanbeveling door het bestuur kan worden genegeerd, omdat een aanbeveling geen rechtsgevolg heeft in de vennootschapsrechtelijke organisatie acht de voorzieningenrechter niet doorslaggevend. Evident is dat Boskalis, mede gezien de toonzetting van de aanbeveling, beoogt met de aanbeveling druk uit te oefenen op het bestuur van zijn bevoegdheden gebruik te maken in de door Boskalis gewenste zin. Die bevoegdheid komt Boskalis niet toe.”*²³¹

Ten overvloede overwoog de Voorzieningenrechter nog dat indien en voor zover het ervoor gehouden zou moeten worden dat het bestuur van Fugro op grond van artikel 2:114a BW wél verplicht zou zijn om de door Boskalis voorgestelde aanbeveling in stemming te brengen, de derogerende werking van de

229. Waarom Boskalis ervoor heeft gekozen om de Voorzieningenrechter in kort geding aan te zoeken en niet de Ondernemingskamer wordt uit de kenbare feiten uit de uitspraak niet duidelijk. Uit de uitspraak volgt wel dat Fugro op een termijn van zeven dagen is gedagvaard en dat de Voorzieningenrechter na de zitting dezelfde dag nog een (verkort) vonnis heeft gewezen. Dit laatste had er mee te maken dat de datum van de AVA van Fugro reeds was bepaald en de zitting vlak voor het verstrijken van de uiterste oproepingstermijn van 42 dagen voorafgaand aan de datum van de AVA plaatsvond. Zie Rechtbank Den Haag (Vz) 17 maart 2015, JOR 2015/135 (*Fugro*), r.o. 2.2.

230. Ibid, r.o. 4.9.

231. Ibid.

redelijkheid en billijkheid op de voet van artikel 2:8 lid 2 BW er aan in de weg zou staan dat Boskalis gebruik zou maken van haar bevoegdheid op grond van artikel 2:114a BW omdat dit vanwege de bijzondere omstandigheden van het geval naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn.²³² Hiermee zette de Voorzieningenrechter nog een extra slot op de deur. Al met al trok de Voorzieningenrechter een duidelijk grens met betrekking tot de materiële reikwijdte van het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen. De Voorzieningenrechter legde hierbij ook een differentiatie aan in de verschillende soorten stempunten die op grond van artikel 2:114a BW kunnen worden voorgesteld. Een dergelijke gedifferentieerde benadering was eerder al in de literatuur bepleit naar aanleiding van de casus rond de agenderingsvoorstellen van TCI bij ABN AMRO (zie §6.1 hiervoor).²³³ Met de casus rond Fugro kreeg een Nederlandse rechter voor het eerst de gelegenheid om deze gedifferentieerde benadering toe te passen. Het Gerechtshof Den Haag heeft de uitspraak van de Voorzieningenrechter in hoger beroep integraal bekrachtigd.²³⁴ Het wachten is nu op een uitspraak van de Hoge Raad.²³⁵

De bevoegdheden van aandeelhouders in beursvennootschappen en de rol van de normen van redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW

Zoals hiervoor opgemerkt strekten de overwegingen van de Hoge Raad in *ABN AMRO* en *ASMI* ertoe om het principe van bestuurszelfstandigheid van de vennootschapsleiding in beursvennootschappen te (her)bevestigen. Een verdergaande conclusie is evenwel ook mogelijk. Niet alleen kan artikel 2:8 BW in principe niet als grondslag dienen voor aanvullende bevoegdheden van de AVA ten aanzien van de strategie van de beursvennootschap, evenmin kunnen aandeelhouders aan dit artikel afdwingbare aanspraken ontleen ten aanzien van de wijze waarop de andere organen (bestuur, RvC) hun eigen bevoegdheden ten aanzien van de strategie van de beursvennootschap uitoefenen. Hiermee lijkt de beleidsvrijheid van de vennootschapsleiding ten opzichte van de *ABN AMRO*-beschikking een stap te zijn vergroot. Bovendien lijkt in het kielzog

232. Ibid, r.o. 4.10.

233. Zie Overkleef 2009.

234. Gerechtshof Den Haag 31 mei 2016, *JOR* 2016/181 m.nt. R.G.J. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2016, 89 m.nt. R.A.F. Timmermans (*Fugro*).

235. Op het moment van afronding van dit manuscript was de procedure in cassatie nog niet afgerond. Wel heeft de Hoge Raad bij arrest van 10 maart 2017 beslist op een incidenteel beroep van Fugro op niet-ontvankelijkheid van Boskalis vanwege berusting in de zin van artikel 400 Rv. De Hoge Raad heeft het beroep van Fugro op berusting verworpen en heeft de zaak vooralsnog naar de rol van 9 juni 2017 verwezen voor schriftelijke toelichtingen in de hoofdzaak. Zie HR 10 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:412 (*Fugro*). In de tussentijd heeft Boskalis haar belang in Fugro in twee etappes geheel afgebouwd. Zie 'Boskalis verkoopt resterende aandelen in Fugro', *Financieele Dagblad* 28 februari 2017.

van deze overweging de ruimte voor de aanvullende werking van de normen van redelijkheid en billijkheid binnen beursvennootschappen verder te zijn beperkt.²³⁶

Hiermee was niet gezegd dat de rol van de redelijkheid en billijkheid ten aanzien van beursvennootschappen geheel teniet was gedaan. In zijn later arrest inzake *VEB/KLM* heeft de Hoge Raad expliciet overwogen dat dat de in art. 2:8 BW neergelegde regel onder meer meebrengt dat de vennootschap (lees: de vennootschapsleiding) bij het nemen van een besluit de nodige zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders. De uitwerking van deze zorgvuldigheidsplicht was volgens de Hoge Raad mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval. Wel stelde de Hoge Raad in algemene zin voorop dat de rechter terughoudendheid past bij de beoordeling of een orgaan van een rechtspersoon bij het nemen van een besluit alle in aanmerking komende belangen naar redelijkheid en billijkheid heeft afgewogen en daarbij de nodige zorgvuldigheid in acht heeft genomen.²³⁷ Aandeelhouders in beursvennootschappen konden volgens de Hoge Raad dus nog altijd zekere verwachtingen ontleen aan de algemene normen van redelijkheid en billijkheid. Deze verwachtingen zouden echter niet zover kunnen gaan dat aandeelhouders (of de AVA als collectief) aanspraak op aanvullende bevoegdheden zouden kunnen maken. Ook moesten de besluiten van de vennootschapsleiding waarbij die verwachtingen van aandeelhouders waren betrokken in rechte terughoudend worden getoetst.

De *ASMI*-beschikking volgde ook de in *ABN AMRO* ingezette lijn waar het ging om de uitleg van bevoegdheden van de AVA en de individuele aandeelhouders. De verzoekende aandeelhouders hadden in de enquêteprocedure geklaagd over het feit dat het bestuur en de RvC van *ASMI* jegens hen op bepaalde punten in de onderlinge communicatie onvoldoende openheid hadden betracht, een conclusie die uiteindelijk ook door de Ondernemingskamer werd gedeeld.²³⁸ De Hoge Raad wees de Ondernemingskamer op dit punt terug met de overweging dat het recht op inlichtingen van de AVA op grond van artikel 2:107 lid 2 BW zich niet uitstrekte tot een recht op informatie voor individuele aandeelhouders buiten het bestek van een formele AVA.²³⁹ Het bestaan van een dergelijk algemeen informatierecht op de grondslag van artikel 2:8 BW was eerder wel in de literatuur verdedigd.²⁴⁰ De Hoge Raad beperkte zich in de *ASMI*-beschikking echter tot een grammaticale uitleg van de strekking en reikwijdte

236. Instemmend Raaijmakers Th. 2010, nr. 2.

237. HR 12 oktober 2013, *JOR* 2013/301 m.nt. E.E.U. Vroom (*VEB/KLM*).

238. Gerechtshof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, *JOR* 2009/254 (*ASMI*), r.o. 3.16.

239. HR 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (*ASMI*), r.o. 4.6.

240. Zie voor een overzicht Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 327. Anders P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 15^e druk, bewerkt door J.W. Winter, Deventer: Kluwer 2009, nr. 64.

HOOFDSTUK 6

van artikel 2:107 lid 2 BW, derhalve zonder aanvullende werking van artikel 2:8 BW. Deze overweging kwam overeen met het beoordelingskader dat de Hoge Raad in de *ABN AMRO*-beschikking reeds hanteerde ten aanzien van de uitleg van het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW.

Datzelfde artikel 2:107a BW vormde onderwerp van geschil in de enquête-procedure over de *déconfiture* van Fortis.²⁴¹ Tot twee maal toe weigerde de Ondernemingskamer om een onmiddellijke voorziening strekkende tot het alsnog voorleggen van de (gedeeltelijke) nationalisatie aan de aandeelhoudersvergadering van Fortis. De motivering van de Ondernemingskamer was dat zij zich onvoldoende voorgelicht achtte over de relevante feiten en omstandigheden om te kunnen beoordelen in hoeverre de nationalisatie binnen de reikwijdte van artikel 2:107a BW viel zodat ‘niet buiten redelijke twijfel’ kon worden vastgesteld of artikel 2:107a BW van toepassing was.²⁴² Impliciet holde de Ondernemingskamer met dit oordeel de betekenis van artikel 2:107a BW in het kader van een enquêteprocedure verder uit. De restrictieve uitleg in combinatie met de zeer hoge stelplicht en bewijslast zou het voor een verzoekende partij haast onmogelijk maken om een succesvol beroep op schending van artikel 2:107a BW te doen. Beter was het wellicht geweest als de Ondernemingskamer rechtstreeks had geoordeeld dat artikel 2:107a BW in de specifieke omstandigheden op grond van de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 lid 2 BW buiten toepassing moest blijven, zoals de Rechtbank Amsterdam en het Gerechtshof Amsterdam later in een bodemprocedure hebben gedaan.²⁴³ Het vellen van een dergelijk definitief oordeel was echter in de toenmalige omstandigheden voor de Ondernemingskamer wellicht niet opportuun.²⁴⁴ Geabstraheerd van het voorliggende geval vormen de Fortis-beschikkingen van de Ondernemingskamer wat betreft de uitleg van artikel 2:107a BW een lastig precedent.

241. Gerechtshof Amsterdam (OK) 24 november 2008, *JOR* 2009/9 m.nt. M.W. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2009, 13 m.nt. S.M. Bartman (*Fortis I*) en Gerechtshof Amsterdam (OK) 9 februari 2009, *JOR* 2009/70 m.nt. M.W. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2009, 48 m.nt. S.M. Bartman (*Fortis II*). Een voorschot op de discussie omtrent 2:107a BW in verband met de nationalisatie van Fortis is destijds genomen in Klaassen 2008.

242. Gerechtshof Amsterdam (OK) 24 november 2008, *JOR* 2009/9 (*Fortis I*), r.o. 3.35 en Gerechtshof Amsterdam (OK) 9 februari 2009, *JOR* 2009/70 (*Fortis II*), r.o. 3.5.

243. Rechtbank Amsterdam 18 mei 2011, *JOR* 2011/320 m.nt. B.P.J. van Ravels (*FortisEffect/Staat*), r.o. 4.3-4.5 en Gerechtshof Amsterdam 29 juli 2014, *JOR* 2014/300 m.nt. D.R. Doorenbos (*FortisEffect/Staat*), r.o. 5.2-5.3.9.

244. Te denken valt onder meer aan de gerechtelijke procedures die gelijktijdig in België ahangig waren. Zie A.C. Metzelaar, ‘Belgisch Hof van Beroep schort ontmanteling Fortis gedeeltelijk op’, *Ondernemingsrecht* 2009, 22.

De inbedding van de Code in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen

Het onderdeel van de *ABN AMRO*-beschikking dat nadien het meest in de jurisprudentie aan de orde is geweest is de inbedding van de Code in het bestel van ondernemingsrecht voor beursvennootschappen. Kort na deze uitspraak zette de Hoge Raad in de *Versatel III*-beschikking een volgende stap op dit punt. In deze beschikking sanctioneerde de Hoge Raad een door de Ondernemingskamer getroffen onmiddellijke voorziening die er feitelijk in bestond dat het *Versatel* werd verboden om in de gegeven omstandigheden van een bepaalde best practice van de Code af te wijken.²⁴⁵ Maeijer reageerde kritisch op dit oordeel. Hij stelde dat de Code door de Hoge Raad was voorzien van “*het imprimatur van zonder meer geldende juridische regelgeving.*”²⁴⁶ In 2010 is de betreffende overweging uit de *Versatel III*-beschikking bevestigd door de Ondernemingskamer in haar beschikking inzake de overnamestrijd rond *Océ*.²⁴⁷ Ook in latere rechtspraak zijn bepaalde best practices van de Code betrokken in het toetsingskader.²⁴⁸ Later is door De Bie Leuveling Tjeenk betoogd dat de Hoge Raad en de Ondernemingskamer met deze rechtspraak de Code niet tot zelfstandige bron van bindende rechtsregels hebben verheven, maar dat de in de betreffende beschikkingen aangehaalde best practices van de Code feitelijk een weergave vormden van reeds elders ontwikkelde rechtsnormen.²⁴⁹ Van een imprimatur zoals gesignaleerd door Maeijer is volgens hem dan ook geen sprake.

Ook op dit punt bood de *ASMI*-beschikking stof tot nadenken. Weinig verrassend was het oordeel van de Hoge Raad waarin de Code Frijns 2008 – de herziening van de Code Tabaksblat 2003 – werd bestempeld als uiting van de in Nederland heersende rechtsovertuiging.²⁵⁰ Wel verrassend was echter het feit dat de Hoge Raad in de desbetreffende overweging uitdrukkelijk verwees naar een bepaling uit de preambule van de Code. Deze verwijzing doet de

245. HR 14 september 2007, *JOR* 2007/239 (*Versatel III*), r.o. 4.5. Zie hierover S.J.H.M. Berendsen & S.C.M. van Thiel, ‘De Nederlandse Corporate Governance Code: van leidraad naar norm?’, *TOP* 2007, p. 335-339. Zie ook De Bie Leuveling Tjeenk 2011, p. 221-225.

246. Noot J.M.M. Maeijer bij HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 612 (*Versatel III*), nr. 3. Hiertegen De Bie Leuveling Tjeenk 2011, p. 224-225 en 229-230.

247. Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, *JOR* 2010/153 m.nt. G. van Solinge (*Océ/Canon*), r.o. 3.3.

248. Een ander voorbeeld is Gerechtshof Amsterdam (OK) 31 januari 2011, *JOR* 2011/140 m.nt. M.W. Josephus Jitta (*A&D Pharma Holdings*). Zie over deze uitspraak M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Going private (beëindiging status beurs-NV)’, *AAe* 2011, p. 732-736.

249. De Bie Leuveling Tjeenk 2011, p. 229-230.

250. HR 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (*ASMI*), r.o. 4.4.2(iii).

vraag rijzen in hoeverre naast de principes – en wellicht ook de best practices²⁵¹ – ook de preambule van de Code als uiting van de in Nederland levende rechtsovertuiging gezien moet worden. Deze vraag dringt zich te meer op nu de overweging selectief naar de desbetreffende passage van de preambule lijkt te verwijzen. De Hoge Raad constateerde dat het feit dat het bestuur van ASMI bij het aangaan van de dialoog met de aandeelhouders het belang van alle betrokkenen bij de vennootschap op de lange termijn in aanmerking had genomen in overeenstemming was met de preambule van de Code Frijns onder punt 7,²⁵² maar verzuimde te vermelden dat dezelfde overweging in de preambule bepaalde dat de vennootschap (lees: de vennootschapsleiding) bij het maken van een dergelijke belangenafweging streeft naar het “*creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.*” De tweede zinsnede behelsde een verbijzondering van het concept van het vennootschappelijk belang, een element dat in de relevante overweging van de *ABN AMRO*-beschikking niet was genoemd. Of de overweging van de Hoge Raad zo moet worden begrepen dat met de verwijzing naar de preambule van de Code Frijns ook is bedoeld om het streven naar aandeelhouderswaardecreatie in het relevante beoordelingskader te incorporeren wordt hier niet duidelijk. Het ligt gelet op de overige overwegingen van de *ASMI*-beschikking niet voor de hand dat de Hoge Raad dit streven tot een rechtens afdwingbare norm heeft willen verheffen. Overigens spreekt de nieuwe Code van Manen (2016) inmiddels in de preambule van een streven naar het “*creëren van waarde op de lange termijn.*” Hiermee is de Code op dit punt meer in lijn gebracht met de richtsnoer van het vennootschappelijk belang zoals het door de Hoge Raad in eerdere uitspraken en in de latere *Cancun*-beschikkingen (zie hierna) is geformuleerd.²⁵³

De meest recente ontwikkeling op dit punt was de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Cryo Save* die in 2013 werd gewezen.²⁵⁴ In deze zaak kreeg de Ondernemingskamer voor het eerst te oordelen over het rechtskarakter van de responstijd (Code Frijns best practices IV.1.9 en IV.4.4. zie §6.4.1

251. Over het nut en de duiding van de best practices is in het openbaar gedebatteerd tussen Willems en Winter. Zie voor een overzicht J.W. Winter, ‘Geen regels maar best practices’, in K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (reds.), *Willems’ wegen: opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Van der Heijden-reeks nr. 102, Deventer: Kluwer 2010, p. 459-467.

252. HR 9 juli 2010, *JOR* 2010/228 (*ASMI*), r.o. 4.4.2(iii).

253. In deze zin ook W.J. Oostwouder, ‘Corporate Governance in Nederland: lange termijn waardecreatie’, *O&F* 2016, p. 36-48.

254. Gerechtshof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Cryo Save*), *Ondernemingsrecht* 2013, 117 m.nt. R. Abma (*Cryo Save*). Zie voorts de reactie van H.J. de Kluiver op het commentaar van Abma, *Ondernemingsrecht* 2013, 127 en het naschrift van Abma in *Ondernemingsrecht* 2013, 128. Zie verder M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Cryo Save: dreigende vijandige overname van een onbeschermd beurs-NV’, *AAe* 2014, p. 197-203 en H.A. van Hulst & M.R.W. Boer, ‘Cryo Save – de responstijd in de praktijk’, *V&O* 2013, p. 219-222.

hierna). De zaak betrof een onbeschermd beursonderneming (Cryo Save) die werd geconfronteerd met een concurrent (Salveo) die vanuit een aanzienlijk minderheidsbelang in Cryo Save (27%) de controle over de onderneming probeerde te verwerven om zo aan te sturen op een fusie. Na een korte periode van gesprekken verzocht Salveo de vennootschapsleiding van Cryo Save om een BAVA bijeen te roepen met als agendapunt het ontslag van meerdere bestuurders en commissarissen en de benoeming van de bestuursvoorzitter van Salveo, Amar, tot bestuursvoorzitter van Cryo Save. De statuten van Cryo Save gaven Salveo als verzoekend aandeelhouder het recht om zelf tot bijeenroeping van de BAVA over te gaan indien de vennootschapsleiding van Cryo Save geen gehoor zou geven aan haar verzoek. Het bestuur van Cryo Save riep de responstijd (zie §6.4.1) in, maar Salveo ging alsnog over tot bijeenroeping van de BAVA op de bij statuten voorgeschreven wijze. Cryo Save diende vervolgens een enquêteverzoek ten aanzien van zichzelf in²⁵⁵ en verzocht daarbij bij onmiddellijke voorzieningen om de door Salveo bijeengeroepen BAVA tot na ommekeer van de responstijd aan te doen houden.

De Ondernemingskamer wees de verzochte onmiddellijke voorziening tot aanhouding van de door Salveo bijeengeroepen BAVA van Cryo Save toe. Over de verhouding tussen de responstijd op grond van de Code enerzijds en de wettelijke en statutaire bevoegdheden van Salveo tot bijeenroeping van een BAVA oordeelde de Ondernemingskamer als volgt: *“Met name valt niet in te zien dat toepassing van best practice bepalingen II.1.9 en IV.4.4 van de Corporate Governance Code in strijd zou zijn met de bepalingen van Boek 2 BW omtrent het vergader- en agenderingsrecht, of met de statuten van Cryo-Save. De genoemde bepalingen hebben immers geenszins als effect dat een aandeelhouder van zijn wettelijke vergader- of agenderingsrecht wordt afgehouden; zij voorzien slechts in een uitwerking van het (ook in artikel 2:8 BW tot uitdrukking gebrachte) principe dat een aandeelhouder zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en zijn medeaandeelhouders gedraagt naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid, waaronder de bereidheid om een dialoog met het bestuur van de vennootschap aan te gaan indien hij het voornemen heeft in de algemene vergadering van aandeelhouders de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap. Het invoeren van de responstijd strekt er in dit verband toe het bestuur een zekere termijn te gunnen om zich te bezinnen op de voornemens van de desbetreffende aandeelhouder en te bezien hoe die voornemens zich verhouden tot mogelijke alternatieven. Naar hiervoor is overwogen kan niet worden geoordeeld dat het bestuur van Cryo-Save daartoe op*

255. Op grond van het sinds 2013 geldende herziene enquêterecht was het voor Cryo Save mogelijk om als rechtspersoon een tegen zichzelf gericht enquêteverzoek te doen. Zie §6.4.1 hierna.

3 juni 2013 onvoldoende aanleiding had. Ingevolge best practice bepaling IV.4.4 hebben Amar c.s. de door het bestuur van Cryo-Save ingeroepen responstijd in beginsel te respecteren. Dit wordt niet anders doordat de bepalingen van de Corporate Governance Code en de naleving daarvan niet gelden voor (de governance van) Salveo Holding zelf. Niettemin kan de responstijd worden doorbroken of doorkruist indien daarvoor voldoende zwaarwichtige redenen zijn. Het bestaan van zodanige redenen is naar het oordeel van de Ondernemingskamer evenwel niet door Amar c.s. aannemelijk gemaakt en deze zijn de Ondernemingskamer evenmin uit de gedingstukken gebleken.”²⁵⁶

De hierboven geciteerde overwegingen zijn in meerdere opzichten opmerkelijk. Zo worden de best practices van de Code Frijs over de responstijd stellig aangemerkt als uitwerking van de algemene norm van artikel 2:8 BW, terwijl uit de overwegingen van de beschikking niet duidelijk is op welke gronden de Ondernemingskamer tot dit oordeel is gekomen. Waarschijnlijk heeft de Ondernemingskamer geen aparte toets verricht en heeft zij in lijn met de algemene overweging van de Hoge Raad in *ASMI* de bepalingen uit de Code over de responstijd als uitdrukking van de in Nederland levende rechtsovertuiging aangemerkt op de enkele grond dat zij in de Code zijn opgenomen. Voorts is de vaststelling van de Ondernemingskamer dat geen sprake is van strijd met de dwingendrechtelijke bepalingen rond het bijeenroepingsrecht en het agenderingsrecht relevant. Dit oordeel impliceert dat de termijnen die in deze bepalingen zijn opgenomen tijdelijk terzijde geschoven kunnen worden op grond van artikel 2:8 BW.²⁵⁷ Iets wat volgens de Hoge Raad ten aanzien van dwingendrechtelijke bevoegdheidsbepalingen in de verhouding tussen de AVA en de vennootschapsleiding niet mogelijk is, is volgens de Ondernemingskamer in de dwingendrechtelijke bepalingen ten aanzien van de termijnen die aan de uitoefening van de bevoegdheden van aandeelhouders zijn verbonden wel mogelijk. De Ondernemingskamer ging evenwel niet zo ver als de Voorzieningenrechter in *Fugro* door te bepalen dat gebruikmaking van het convocatierecht door Salveo in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid

256. Gerechtshof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 (*Cryo Save*), r.o. 3.9-3.11.

257. Fel gekant hier tegen zijn R. Abma, D.P. van Kleef, N. Lemmers & M. Olaerts, *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2017, p. 90: “De uitspraak van de OK lijkt te impliceren dat een door zelfregulering tot stand gekomen Codebepaling een dwingende wettelijke bepaling onder omstandigheden terzijde kan schuiven, hetgeen ons inziens te ver gaat mede gezien de Europeesrechtelijke achtergrond van de wetgeving, te weten de Aandeelhoudersrichtlijn. (...) De vraag kan worden gesteld of de Nederlandse praktijk in overeenstemming is met deze bepaling [het artikel over het agenderingsrecht uit de Richtlijn Aandeelhoudersrechten, FO] wanneer wij er inderdaad op basis van voornoemde uitspraak van de OK vanuit moeten gaan dat voor bepaalde onderwerpen de agenderingstermijn niet de wettelijk vastgestelde zestig dagen is maar, rekening houdend met de responstijd, 180 dagen voorafgaand aan de vergadering.”

en billijkheid onaanvaardbaar was en daarom op grond van artikel 2:8 lid 2 BW terzijde kon worden gezet.²⁵⁸ Wat daar ook van zij, het zou waarschijnlijk geen uitgemaakte zaak zijn geweest dat de beschikking van de Ondernemingskamer in cassatie stand zou hebben gehouden, maar omdat geen cassatieberoep is ingesteld is de beantwoording van deze vraag achterwege gebleven.

De richtsnoer van het vennootschappelijk belang

De laatste component van de *ABN AMRO*-beschikking waarop in de latere jurisprudentie nadrukkelijk is voortgebouwd, is de herbevestiging van het vennootschappelijk belang als de richtsnoer voor het handelen van de vennootschapsleiding. In *ABN AMRO* had de Hoge Raad het impliciete oordeel van de Ondernemingskamer dat het vennootschappelijk belang in overnamesituaties als het ware van kleur kon verschieten gecasseerd. Daarmee had de Hoge Raad de pas afgesneden voor de alternatieve, meer op de belangen van aandeelhouders gerichte uitleg van de maatstaf van het vennootschappelijk belang die in het kielzog van de beschikkingen van de Ondernemingskamer in *Stork* en *ABN AMRO* in de literatuur werd bepleit. Indirect bood de Hoge Raad hiermee ook een tegenwicht aan de normatieve beleidsoriëntatie op de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen waar op dat moment op Europees niveau en, zij het in mindere mate, op nationaal niveau sprake van was (zie §6.2.3 hiervoor). In *ASMI* werd het uitgangspunt van het vennootschappelijk belang, zij het met een verwijzing naar de Code, nogmaals bevestigd.

In zijn latere beschikkingen inzake *Cancun* heeft de Hoge Raad in een casus rond een joint venture-B.V. een nadere invulling gegeven aan de maatstaf van het vennootschappelijk belang.²⁵⁹ De Hoge Raad overwoog dat indien aan de vennootschap een onderneming is verbonden, het vennootschapsbelang in de regel vooral wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming.²⁶⁰ De Hoge Raad overwoog voorts, onder verwijzing naar zijn eerdere uitspraken in *Versatel I*, *ASMI* en *VEB/KLM*, dat bestuurders bij de vervulling van hun taak voorts, mede op grond van het bepaalde in artikel 2:8 BW, zorgvuldigheid dienden te betrachten met betrekking tot de

258. Vgl. Rechtbank Den Haag (Vz) 17 maart 2015, *JOR* 2015/135 (*Fugro*), r.o. 4.10.

259. HR 4 april 2014, *NJ* 2014, 389 m.nt. P. van Schilfgaarde, *Ondernemingsrecht* 2014, 101 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Cancun*). Hierover kritisch M.J.G.C. Raaijmakers, 'Cancun: een joint venture klem tussen contract en instituut', *Aae* 2014, p. 459-465, waarover nuancerend L. Timmerman, 'Oude koeien met actualiteitswaarde', *Ondernemingsrecht* 2014, 111 en in de reprise M.J.G.C. Raaijmakers, 'Bestuursautonomie in een (gezamenlijke) dochter-B.V.: een novum in concernverhoudingen?', *TvOB* 2015, p. 2-11. Zie ook Verdam 2015. De door de Hoge Raad gebruikte formule was in de literatuur eerder bepleit door Assink. Zie Assink 2013, §51. De Hoge Raad heeft op dezelfde datum vier separate beschikkingen in de zaak *Cancun* gewezen. Ik ga in het vervolg uit van de beschikking zoals gepubliceerd in de *NJ*.

260. HR 4 april 2014, *NJ* 2014, 389 (*Cancun*), r.o. 4.2.1.

HOOFDSTUK 6

belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Volgens de Hoge Raad kon deze zorgvuldigheidsplicht met zich brengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor dienen te zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad.²⁶¹

Assink heeft het perspectief dat aan dit kader ten grondslag ligt als volgt beschreven: *“Zonder de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken uit het oog te verliezen (hier geldt immers een vereiste van zorgvuldigheid) en zonder een bepaalde categorie van betrokkenen op voorhand aan te merken als ‘eersterangs vruchtenplukker(s)’ (daarover laat de Hoge Raad zich immers wederom niet uit) wordt primair aangeknoopt bij het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming (wat mede omvat het bevorderen van continuïteit van deze onderneming). De Hoge Raad lijkt daarmee in een dergelijke constellatie te kiezen voor een in beginsel open, meerzijdige benadering over de band van een streven naar bestendig succesvol ondernemerschap en de meerwaarde daarvan voor al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming betrokken zijn, niet voor een in beginsel gesloten eenzijdige benadering waarin de nadruk meer dwingend ligt op het zoveel mogelijk blijven bevorderen van vooral de financiële belangen van één bepaalde categorie van betrokkenen (in het bijzonder: aandeelhouders, in termen van aandeelhouderswaardemaximalisatie).”*²⁶² Hij voegde hieraan toe: *“Het aanbrengen van een zwaartepunt bij de denkschakel ‘bevordering van het bestendig succes van de onderneming’ ter invulling van het vennootschappelijk belang ex art. 2:129/239 lid 5 BW spreekt aan, omdat de onderneming als productief samenwerkingsverband hét vehikel, hét knooppunt is voor langdurige waardecreatie in brede zin als normaliter beoogd door de ondernemende vennootschap en haar bestuurders via bestendig succesvol ondernemingsbeleid, op basis van een daartoe uitgestippelde, uitgevoerde en periodiek herijkte strategie. Waarvan vervolgens, als dat succes zich verwezenlijkt, terecht ook aandeelhouders als belangrijke betrokken actoren vruchten kunnen plukken, hier primair in termen van uitkering op aandelen althans waardestijging van aandelen. In die volgorde: wat goed is voor het bestendig succes van de onderneming, zal in het algemeen, zij het indirect, ook goed uitwerken voor een aandeelhouder van de ondernemende vennootschap (het omgekeerde geldt overigens niet in dezelfde mate).”*²⁶³

261. Ibid, r.o. 4.2.2.

262. B.F. Assink, ‘Van vennootschappelijk belang (I)’, *WPNR* 2016 (7111), p. 465-475.

263. B.F. Assink, ‘Van vennootschappelijk belang (II, slot)’, *WPNR* 2016 (7112), p. 491-499.

Aan de belangen van aandeelhouders komt in de benadering van het vennootschappelijk belang op de voet van *Cancun* dus niet op voorhand een preponderante positie in het krachtenveld van alle relevante belangen toe, maar hun belangen worden in positieve zin gediend als afgeleide van het bevorderen van het bestendig succes van de onderneming en in negatieve zin beschermd door de door de vennootschapsleiding te betrachten zorgvuldigheid om individuele belangen niet onnodig of onevenredig te schaden. Hoewel dit niet expliciet in de beschikking van de Hoge Raad besloten lag, lijkt deze norm voor de nadere invulling van het vennootschappelijk belang ook – of zelfs bij uitzondering – geschikt voor open vennootschappen zoals beursondernemingen. Het ligt voor de hand dat de door de Hoge Raad in *Cancun* geformuleerde rechtsregel (mede) strekt tot aanvulling – of wellicht zelfs tot vervanging – van de betreffende overwegingen in zijn eerdere beschikking in *ASMI*.²⁶⁴ In ieder geval is, zoals Assink heeft betoogd, het door de Hoge Raad in *Cancun* geformuleerde rechtskader conceptueel goed toepasbaar in de verhouding tussen de vennootschapsleiding enerzijds en aandeelhouders anderzijds. Door achtereenvolgens in *ABN AMRO*, *ASMI* en *Cancun* op basis van telkens verschillende feitelijke casus te oordelen dat de vennootschapsleiding gehouden is – en gehouden blijft – om het belang van de vennootschap en haar stakeholders tot richtsnoer te nemen (en zich dus niet primair op de belangen van aandeelhouders te richten) heeft de Hoge Raad de maatstaf van het vennootschappelijk belang stevig in het ondernemingsrecht verankerd, ook waar het beursvennootschappen betreft. Hiermee lijkt de rechtsregel zoals geformuleerd in *ABN AMRO* en *ASMI* en zoals nader uitgewerkt in *Cancun* voor de voorzienbare toekomst geborgd te zijn.

6.3.4 Impact van de jurisprudentie

Zoals in §1.1 is beschreven, hebben zich in de jaren na 2007 in het verlengde van de financiële crisis vele ontwikkelingen in de markt voorgedaan. De lijnen die de Hoge Raad in *ABN AMRO* had uitgezet, bleken ook goed bruikbaar in de veranderde omstandigheden.²⁶⁵ Deze observatie geeft aanleiding tot twee vragen. Allereerst de vraag of de Hoge Raad in 2007 al heeft geanticipeerd op de veranderende opvattingen over de positie van aandeelhouders

264. In deze zin ook Assink 2016b die zich kritisch uitlaat over het feit dat in het in februari 2016 gepubliceerd consultatiedocument voor herziening van de Code (zie §6.4.1) niet naar de *Cancun*-beschikking werd verwezen. In deze kritiek ligt impliciet het oordeel besloten dat het in *Cancun* gegeven rechtskader met betrekking tot het vennootschappelijk belang ook voor beursvennootschappen leidend is.

265. Afgezien van de moeite die oud-VEB directeur De Vries nog altijd met de *ABN AMRO*-beschikking lijkt te hebben. Zie P.P.F. de Vries, '25 vragen aan Peter-Paul de Vries', in K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (reds.), *Willems' wegen: opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Van der Heijden-reeks nr. 102, Deventer: Kluwer 2010, p. 435-442, specifiek p. 438-439.

in beursvennootschappen. In de tweede plaats rijst de vraag in hoeverre de beschikking zelf richting heeft gegeven aan de toekomstige ontwikkelingen, in het bijzonder de afname van gevallen van aandeelhoudersactivisme bij beursvennootschappen.

Wat het antwoord op de eerste vraag betreft lijkt het niet waarschijnlijk dat de Hoge Raad bewust vooruit heeft willen lopen op veranderende opvattingen. De beschikking en de conclusie van A-G Timmerman bevatten geen expliciete verwijzingen naar de toenmalige politieke²⁶⁶ en academische²⁶⁷ discussie over hedge funds en private equity funds. Zoals in §6.3.2 uiteen is gezet, had de beschikking van de Hoge Raad nadrukkelijk de insteek om de vrije wijze van rechtsvorming door de Ondernemingskamer te corrigeren vanuit zuiver positiefrechtelijke overwegingen. De conclusie van A-G Timmerman is ook vanuit dit perspectief geschreven. Dat in deze stukken dus algemene beschouwingen over het maatschappelijk nut van aandeelhoudersactivisme en soortgelijke onderwerpen ontbreken, is gelet op het positiefrechtelijk perspectief niet vreemd. Hierbij moet ook worden bedacht dat voortekenen van de richtingen waarin de maatschappelijke discussie zich post-crisis zou bewegen – op een enkele uitzondering na²⁶⁸ – ten tijde van de *ABN AMRO*-beschikking in de wetenschappelijke discussie ook nog niet prominent zichtbaar waren.

De tweede vraag is lastiger te beantwoorden. Met de beschrijving van de doorwerking van de *ABN AMRO*-beschikking in latere jurisprudentie en de wetgevingsagenda is nog niets gezegd over de feitelijke invloed ervan op het verschijnsel aandeelhoudersactivisme. In de literatuur is met variërende mate van stelligheid betoogd dat de Hoge Raad met zijn beschikkingen in *ABN AMRO* en *ASMI* een rem op de excessen van aandeelhoudersactivisme zou hebben gezet.²⁶⁹ Afgaande op anekdotisch bewijs lijkt er in vergelijking tot 2007 in

266. Illustratief is de kabinetsreactie op het adviesrapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance van (30 mei 2007) van 19 juni 2007, *Kamerstukken II*, 2006/07, 31 083 nr. 1.

267. Zie voor een contemporain overzicht M. Vermeer ‘De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer’, *O&F* 2007, p. 33-38.

268. Een vermeldenswaardige uitzondering is H. Schenk, ‘Hefbomen van het moderne financieringskapitalisme’, *Ondernemingsrecht* 2007, 59 (kritische beschouwing over de vermeende efficiency van leveraged buyouts). Ook valt te wijzen op een kort essay van Verdam uit 2006 waarin hij aandacht vraagt voor de spanning tussen de korte termijn belangen van aandeelhouders enerzijds en het lange termijn belang van de vennootschap anderzijds. Zie A.F. Verdam, ‘Vennootschappelijk belang: op de korte termijn?’, *NTBR* 2006, 28.

269. Raaijmakers Th. 2010, nr. 5. In dezelfde zin reeds De Jongh 2007b, nr. 6. Zie ook Prinsen 2011, p. 29 en p. 52. Zeer stellig was Kersten, die heeft betoogd dat bestuurders en commissarissen als gevolg van de *ASMI*-beschikking “niet meer bang [hoeven] te zijn voor een brief van een activistische aandeelhouder”. Zie Kersten 2010, p. 100. In dezelfde zin stellig was Oranje 2012, p. 303.

de jaren erna inderdaad sprake te zijn geweest van een afname van het aantal publieke ‘activist campaigns’ bij Nederlandse beursvennootschappen.²⁷⁰ Voor een jurist is het verleidelijk om deze afname geheel of gedeeltelijk aan de rechtspraak van de Hoge Raad toe te schrijven. Mij lijkt het evenwel waarschijnlijker dat de veranderingen op het speelveld tussen beursvennootschappen en aandeelhouders die zich in de jaren erna hebben voorgedaan voornamelijk zijn veroorzaakt door ontwikkelingen buiten het juridisch domein. De afname van zichtbare gevallen van aandeelhoudersactivisme moet mijns inziens eerder worden toegeschreven aan de door de financiële crisis veranderde marktomstandigheden.²⁷¹ De ‘sprinkhanenplaag’ is niet zozeer afgewend doordat de sprinkhanen met juridische middelen buiten de deur werden gehouden, maar vooral doordat de sprinkhanenzwerm in omvang was afgenomen en de oogst aan eetbare gewassen was mislukt.

In de eerste plaats raakte de financiële crisis rechtstreeks aan het vermogen van de activistische aandeelhouders zelf. Zo hebben activistische vermogensbeheerders zoals Centaurus en Hermes hun portfolio’s aan deelnemingen in Nederlandse beursvennootschappen sinds medio 2008 aanzienlijk afgebouwd.²⁷² Bij deze en andere vermogensbeheerders was vaak sprake van een noodgedwongen afwikkelen van posities in een poging om de benodigde liquide middelen te genereren om aan de terugbetalingsverzoeken (*redemption calls*) van de eigen investeerders te kunnen voldoen. Ook de voorspelde opkomst van staatsfondsen (*sovereign wealth funds*) als activistische aandeelhouders van de toekomst²⁷³ zette vanwege het tumult op de westerse financiële markten niet door. De relatieve afname van de invloed van activistische aandeelhouders kan dus ook aan de verslechterde financiële positie van deze categorie aandeelhouders zelf worden toegeschreven.

270. Een noemenswaardige uitzondering is TNT dat zich in 2011 mede onder druk van activistische aandeelhouders Aimco (Canada) en Jana Partners (Verenigde Staten) heeft opgesplitst in het postbedrijf PostNL en het logistiek pakketbedrijf TNT Express. Over de door de activistische aandeelhouders voorgestelde opsplitsing zijn in december 2009 nog kamer vragen gesteld. Zie *Handelingen II*, 2009/10, 1022, p. 2183-2184.

271. In dezelfde zin M.J. Kroeze, ‘Dubbel fout denken over hedgefondsen’, *Ondernemingsrecht* 2008, 63.

272. Illustratief is de casus rondom ASMI. Centaurus had zich in mei 2008 met een aandelenbelang van 7,5% in ASMI als belanghebbende in de procedure over het oorspronkelijke enquêteverzoek van Hermes en Fursa bij ASMI gemeld. Hangende de procedure heeft Centaurus omstreeks februari 2009 echter haar gehele belang in ASMI verkocht. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 m.nt. R.M. Hermans (*ASMI*), r.o. 2.11. Hermes bracht in oktober 2009 haar belang in ASMI terug van 13% naar 4,9%.

273. Zie G.T.M.J. Raaijmakers & J.J. Trommel, ‘Staatsfondsen: test voor het ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2008, 157.

Ook in de directe omgeving van activistische aandeelhouders deden zich in de jaren vanaf 2008 ingrijpende veranderingen voor. Door het haperen van de markt voor grote overnamefinancieringen²⁷⁴ ontstond een andere dynamiek op de overnamemarkt waarbij het voor financiële partijen zoals private equity fondsen moeilijker werd om de acquisitie van een gehele beursonderneming dan wel een onderdeel ervan met (overwegend) vreemd vermogen gefinancierd te krijgen. Het economisch landschap van de financiële crisis en de daarmee samenhangende verslechtering van de mogelijkheden om bijvoorbeeld via een beursgang een succesvolle exit te realiseren maakten bovendien de business cases van private equity partijen voor het doen van dergelijke acquisities beduidend moeilijker. Het gevolg hiervan – in combinatie met de verslechterde financiële positie van bepaalde private equity fondsen zelf²⁷⁵ – was dat de koopactiviteiten van private equity partijen in de publieke markt vanaf 2008 in vergelijking tot de jaren ervoor aanzienlijk afnamen.²⁷⁶ Deze veranderde dynamiek had ook een weerslag op het activisme van aandeelhouders in beursvennootschappen. Door het wegvallen van financiële partijen als potentiële bidders nam de kans op een scenario van concurrerende overnamebiedingen bij beursvennootschappen af.²⁷⁷ Hierdoor werd het voor activistische aandeelhouders minder aantrekkelijk om op een biedingenstrijd aan te sturen. Ook het aansturen op een opsplitsing van een beursconglomeraat gevolgd door de gehele of gedeeltelijke verkoop van de afzonderlijke bedrijfsonderdelen, een andere bekende strategie uit het ‘activist playbook’, werd voor activistische aandeelhouders minder lucratief. Met het wegvallen van private equity funds nam het aantal kopers voor deze bedrijfsonderdelen af en de potentiële opbrengsten voor dergelijke divestments waren vanwege de marktomstandigheden relatief laag. Zodoende werd het voor activistische aandeelhouders zelfs bij lage beurskoersen lastig om een business case voor een goed renderende ‘breakup’ scenario bij een Nederlands beursfonds te identificeren, laat staan om een dergelijke strategie ook succesvol te kunnen implementeren. De verwachte baten wogen simpelweg niet op tegen de kosten.

274. Zie D.A. Viëtor & M. van der Zanden, ‘De effecten van de credit crunch op de financieringen van leveraged buyouts’, *TFR* 2008, p. 167-175.

275. Een tot de verbeelding sprekend voorbeeld is het Britse private equityhuis Candover. Begin 2008 haalde Candover het Nederlandse Stork van de beurs voor EUR 1,5 miljard. In augustus 2010 maakte Candover echter bekend dat zij haar buyout fonds vanwege financiële problemen wilde liquideren. Zie ‘Candover and Out’, *Economist* 2 september 2010.

276. Zie voor een vroege signalering H.L. Kaemingk, ‘Private equity in/na de kredietcrisis’, *Ondernemingsrecht* 2008, 108.

277. Wel kwam in deze periode nog een aantal concurrerende overnamebiedingen van meerdere strategische bidders voor. Te denken valt aan de overnames van Super de Boer (2009) en Draka (2011).

Een terrein waarop de beschikkingen van de Hoge Raad zeker wel effect hebben gehad is de latere jurisprudentie van de Ondernemingskamer en daarmee – indirect – het gebruik van enquêteprocedures door activistische aandeelhouders. Hoe groot dat effect precies is geweest, valt niet met zekerheid te zeggen. Om te beginnen is het bewijs niet eenduidig. Tegenover de door de Ondernemingskamer betachte terughoudendheid in de *Fortis*-beschikkingen waarin zij vrij nauwgezet het door de Hoge Raad geformuleerde beoordelingskader leek te volgen stond haar *ASMI*-beschikking die in cassatie door de Hoge Raad langs dezelfde lijnen als in het geval van *ABN AMRO* is vernietigd. Het is aannemelijk dat de *ABN AMRO*-beschikking van de Hoge Raad er wel aan heeft bijgedragen dat de Ondernemingskamer de lijn uit haar beschikkingen in *Stork* en *ABN AMRO* niet heeft doorgezet. In zoverre kan worden betoogd dat de Hoge Raad heeft belet dat de faciliterende rol van het enquêterecht voor aandeelhoudersactivisme in de rechtspraak van de Ondernemingskamer verder is uitgebreid.

De *DSM*-beschikking van de Hoge Raad, waarin bepaalde grenzen zijn getrokken met betrekking tot de op dat moment heersende praktijk rond het treffen van onmiddellijke voorzieningen door de Ondernemingskamer, heeft ontegenzeggelijk een grote impact heeft gehad op de rechtspraak van de Ondernemingskamer.²⁷⁸ Met het herformuleren van het beoordelingskader voor het treffen van onmiddellijke voorzieningen in enquêteprocedures – later door de wetgever gecodificeerd in artikel 2:349a lid 3 BW – raakte deze beschikking immers rechtstreeks aan een veelgebruikt instrument voor activistische aandeelhouders. Een sprekend voorbeeld is de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Delta Lloyd* uit 2016.²⁷⁹ In deze beschikking weigerde de Ondernemingskamer de verzoeken om onmiddellijke voorzieningen van een minderheidsaandeelhouder van *Delta Lloyd* die ertoe strekten om voorgenomen besluitvorming door de AVA over een grootschalige emissie voorlopig te blokkeren of te doen verdagen. Onder verwijzing naar de door de Hoge Raad in *DSM* geformuleerde maatstaf overwoog de Ondernemingskamer dat er in de gegeven omstandigheden onvoldoende zwaarwegende redenen waren om door het treffen van

278. Het empirisch onderzoek naar de toepassing van het recht van enquête van Cools, Kroeze, Geerts en Pijls dat in 2009 verscheen., kan op dit punt helaas geen uitsluitsel bieden nu het bestand aan beschikkingen van de Ondernemingskamer dat de auteurs in hun onderzoek hebben betrokken liep tot eind 2007. Gegevens over onmiddellijke voorzieningen vanaf 2008 zijn niet in hun onderzoek verwerkt. Zie K. Cools, M.J. Kroeze, P.G.F.A. Geerts & A.C.W. Pijls, *Het recht van enquête: een empirisch onderzoek*, IVO-reeks nr. 65, Deventer: Kluwer 2009.

279. Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 maart 2016, *ARO* 2016, 44 (*Delta Lloyd*).

HOOFDSTUK 6

onmiddellijke voorzieningen op voorhand in te grijpen in het proces van beraadslaging en besluitvorming over de emissie door de AVA.²⁸⁰ Of de Ondernemingskamer tot hetzelfde oordeel was gekomen als de casus zich in 2006 had afgespeeld in plaats van in 2016 is niet op voorhand gegeven.²⁸¹

Ook in haar beschikking over de overnamestrijd rond Telegraaf Media Groep (TMG) uit 2017²⁸² toonde de Ondernemingskamer zich terughoudend in de beoordeling van een verzoek van bidder Talpa om zodanige onmiddellijke voorzieningen te treffen dat vanuit TMG een ‘level playing field’ zou worden gehandhaafd tussen Talpa en de vanuit de vennootschapsleiding van TMG geprefereerde bidder Mediahuis. De beschikking werd vanwege de urgentie rond het biedingenproces al vijf dagen na de mondelinge behandeling van het verzoek van Talpa gegeven. Ondanks het feit dat bij die mondelinge behandeling alleen de verzoeken tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen waren behandeld en de door de Ondernemingskamer te geven beslissing zich dus nog niet uit hoofde te strekken tot de vraag of al dan niet een enquête bevolen zou moeten worden, besteedde de Ondernemingskamer in haar beschikking uitgebreide overwegingen aan de vraag of er met inachtneming van de in *DSM* geformuleerde maatstaf naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer gegronde redenen waren om aan een juist beleid en aan een juiste gang van zaken te twijfelen.²⁸³ Alles afwegende, onder meer aan de hand van een uitgebreide uiteenzetting van de feiten, kwam de Ondernemingskamer tot het oordeel dat dat niet het geval was.²⁸⁴ Hoewel de Ondernemingskamer strikt genomen nog niet over de toewijsbaarheid van het enquêteverzoek zelf had beslist, wierpen haar overwegingen over de toewijsbaarheid van het verzoek om onmiddellijke voorzieningen te treffen wel hun schaduw vooruit.

Zoals hierboven uiteengezet, is het evenwel de vraag in hoeverre de afname aan excessen rond aandeelhoudersactivisme en vijandige overnames kunnen worden toegeschreven aan de rechtsregels die de Hoge Raad in zijn beschikkingen heeft geformuleerd en aan de correcties die op basis van deze rechtsregels in de lagere rechtspraak zijn aangebracht. Zelfs als men zou aannemen dat er een rechtstreeks verband bestaat, zoals veel juridische commentatoren lijken te doen, dan blijft de vraag in hoeverre de betrokken beursondernemingen zelf

280. Ibid, r.o. 3.4 en 3.19.

281. Hier kan worden gewezen op de *RNA IV*-beschikking van de Ondernemingskamer uit 2002 waarin de Ondernemingskamer de AVA van RNA verbood om tot besluitvorming over bepaalde agendapunten over te gaan. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 februari 2002, *JOR* 2002/63 (*RNA IV*) en §5.4.3 hiervoor.

282. Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 maart 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:930 (*TMG*).

283. Ibid, r.o. 3.13-3.14.

284. Ibid, r.o. 3.43.

geholpen zijn met de rechterlijke uitspraken waarvan zij zelf het lijdend voorwerp waren. ABN AMRO werd bijvoorbeeld weliswaar door de Hoge Raad in cassatie in het gelijk gesteld, maar de activistische campagne van TCI had op dat moment al het gewenste resultaat bereikt in de zin dat het voor ABN AMRO niet langer mogelijk was om haar eigen, op zelfstandigheid gerichte strategie te blijven nastreven. De daarop volgende overname van ABN AMRO door het consortium van RBS, Fortis en Santander pakte voor vele betrokkenen slecht uit: twee van de drie overnemende partijen (RBS en Fortis) moesten een jaar later met steun van overheidswege overeind worden gehouden. Hier staat tegenover dat de voormalig aandeelhouders van ABN AMRO een duidelijk voordeel van de overname door het consortium hebben genoten in de vorm van de hoge overnameprijs, hoofdzakelijk in cash,²⁸⁵ die zij voor hun aandelen ontvingen en/of de koerswinsten die zij in de tussentijd hadden kunnen realiseren. Zoals in een Reuters-artikel in oktober 2007 werd opgemerkt: *“The deal marks another victory for activist shareholders, who called for ABN to be put up for sale in late February after years of underperformance and will benefit from an approximate 50% rise in its share price since then.”*²⁸⁶

Een ander voorbeeld is Cryo Save. De onderneming kreeg in haar strijd tegen de ongewenste overname van binnenuit door grootaandeelhouder Amar weliswaar gelijk bij de Ondernemingskamer wat betreft het mogen inroepen van de responstijd, maar kort daarop werd de aanvankelijk ongewenste overname alsnog geëffectueerd. In 2016 verschenen berichten in de media dat Cryo Save, inmiddels omgedoopt tot Esperite en gecontroleerd door Amar, in financiële problemen verkeerde.²⁸⁷ Uiteraard moet niet te snel een verband worden getrokken tussen de uitkomst van een overnamestrijd enerzijds en het latere succes of gebrek daaraan van de betreffende onderneming anderzijds, maar het is in ieder geval goed om te beseffen dat de uitkomst van een gerechtelijke procedure in zaken rond aandeelhoudersactivisme of vijandige overnames niet altijd richtinggevend is voor hoe het de betreffende onderneming uiteindelijk feitelijk vergaat. Ook naar de toekomst toe zijn scenario's denkbaar waarin de vennootschapsleiding van een beursonderneming in een geschil met activistische aandeelhouders of een ongewenste bieder door de rechter via een toepassing van de door de Hoge Raad geformuleerde rechtsregels in het gelijk wordt gesteld,

285. Het overnamebod van het consortium van RBS, Santander en Fortis bevatte naast een cash-component ook een component dat in nieuwe aandelen RBS werd betaald. De waarde van deze aandelen RBS is nadien sterk gedaald.

286. ‘ABN AMRO Investors Accept RBS-led Bid: FT’, *Reuters* 7 oktober 2007, te raadplegen via: <<http://www.cnbc.com>>.

287. ‘Esperite ontkent financiële problemen’, *Financieele Dagblad* 31 mei 2016.

maar feitelijk in de strijd zodanig aangeschoten raakt dat de eigen, bestendige ondernemingsstrategie alsnog wordt verlaten. De feitelijke impact van de jurisprudentie van de Hoge Raad moet dus niet worden overschat.

6.4 Verdere ontwikkelingen in wetgeving, beleid en zelfregulering

6.4.1 *Verdere ontwikkelingen in Nederland*

Dat de overnamestrijd over ABN AMRO op enige wijze zou gaan doorwerken in de Nederlandse wet- en regelgeving lag gezien de grote maatschappelijke relevantie ervan voor de hand. Nog voordat de Hoge Raad zijn beschikking had gewezen waren er naar aanleiding van de overnameperikelen al Kamervragen gesteld toegespitst op de vraag of de macht van aandeelhouders te ver was doorgeschooten. Deze vraag werd overigens op dat moment door toenmalig Minister van Financiën Bos nog ontkennend beantwoord.²⁸⁸ Ook het advies van de Monitoring Commissie over de verhouding tussen (beurs)vennootschap en aandeelhouders dat kort daarna verscheen²⁸⁹ was duidelijk beïnvloed door de recente gebeurtenissen.²⁹⁰ Achteraf moet worden geconstateerd dat de daadwerkelijke impact van de overname van ABN AMRO en het daardoor ingegeven maatschappelijk debat op de Nederlandse wetgevingsagenda groter is geweest dan aanvankelijk gedacht. Het gaat dan niet zozeer over implicaties in wet- en regelgeving die rechtstreeks uit de *ABN AMRO*-beschikking voortvloeien, maar eerder over het bredere samenstel aan gebeurtenissen in de overnamestrijd. Wetsvoorstellen op uiteenlopende onderwerpen zijn geheel of gedeeltelijk op de bredere ABN AMRO-casus terug te voeren. Te denken valt aan het wetsvoorstel tot aansprakelijkheidsbeperking DNB²⁹¹ en het wetsvoorstel omtrent aanpassing en terugvordering van bestuurdersbeloningen (wetsvoorstel 'Clawback'), in het bijzonder de regeling met betrekking tot het bevriezen van de waarde van door bestuurders gehouden opties en aandelen (voorstel

288. Brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer over ontwikkelingen rondom de mogelijke overname van ABN AMRO bank van 22 mei 2007, *Kamerstukken II*, 2006/07, 31 052 nr. 1, p. 12.

289. Adviesrapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over de reikwijdte van de Code van 30 mei 2007, bron: <<http://www.corpgov.nl>>. Hierover C.W. de Monchy, 'Op weg naar een nieuw evenwicht?', *Ondernemingsrecht* 2007, 120.

290. Ter illustratie: het advies van mei 2007 besteedde uitgebreid aandacht aan het agenderingsrecht van aandeelhouders, terwijl dit onderwerp in het aan het advies voorafgaande consultatiedocument van december 2006 niet eens als zelfstandig onderwerp werd genoemd.

291. *Kamerstukken II*, 2011/12, 33 058, nrs. 1-4.

artikel 2:135 lid 7 BW).²⁹² Ook de Code Banken²⁹³ lijkt op punten door ‘lessons learned’ vanuit ABN AMRO te zijn geïnspireerd. Dit is bijvoorbeeld het geval bij de bepalingen over de gewenste bekendheid van de voorzitter van de RvC met de ‘sociaaleconomische en politieke cultuur en de maatschappelijke omgeving’ van de belangrijkste thuismarkten van de bank (best practice 2.1.5). Ook kwamen verschillende toezichtrechtelijke aspecten van de overname van ABN AMRO onder het vergrootglas te liggen in het kader van het onderzoek van de Commissie De Wit.²⁹⁴ Al met al heeft de overname van ABN AMRO dus duidelijk de nodige sporen getrokken op de wetgevings- en beleidsagenda.

Ik noem alleen de drie initiatieven die rechtstreeks raken aan de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, te weten (i) de herziene Code (Frijns) van december 2008;²⁹⁵ (ii) het wetsvoorstel ‘corporate governance’ van augustus 2009;²⁹⁶ en (iii) het wetsvoorstel tot herziening van het enquêterecht van september 2011.²⁹⁷ De twee genoemde wetsvoorstellen voorzagen onder meer in een verhoging van de kwantitatieve toegangdrempels voor het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW) als ook het enquêterecht (artikel 2:346 BW). De Code Frijns koos daarentegen voor een gedragsnormerende benadering. In

-
292. Aanvankelijk in het wetsvoorstel geïntroduceerd bij de tweede Nota van Wijziging en daarna gecorrigeerd bij de derde Nota van Wijziging van 27 oktober 2011, *Kamerstukken II*, 2011/12, 32 512, nr. 9. De regeling is oorspronkelijk voorgesteld als amendement vanuit de Tweede Kamer bij het wetsvoorstel flexibilisering B.V.-recht (31 058) in een wetgevingstechnisch nogal merkwaardige episode. Zie hierover P.J. Dortmond, M.J. Kroeze & R.G.J. Nowak, ‘De aangenomen amendementen bij de wetsvoorstellen bestuur en toezicht, flexibilisering bv-recht, spreekrecht OR, uitvoeringswet aandeelhoudersrichtlijn en invoeringswet Titel 7.13 BW’, *Ondernemingsrecht* 2010, 9.
293. Code Banken, vastgesteld door de Nederlandse Vereniging van Banken op 9 september 2009, voorzien van een wettelijke verankering bij besluit van 1 juni 2010, *Stb* 2010, 215. In 2014 is een nieuwe versie van de code, de Code Banken 2, vastgesteld.
294. Zie het rapport ‘Verloren Krediet’ van de tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie de Wit) van 10 mei 2010, *Kamerstukken II*, 2009/10, 31 980, nr. 4, p. 176-201.
295. Code Frijns, gepubliceerd door de Monitoring Commissie Corporate Governance op 10 december 2008, voorzien van een wettelijke verankering bij besluit van 10 december 2009, *Stb* 2009, 545.
296. Wet tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 30 mei 2007, wetsvoorstel van 3 augustus 2009, *Kamerstukken II*, 2008/09, 32 014, nrs. 1-4, ingevoerd bij Wet van 15 november 2012, *Stb*. 2012, 558 en in werking getreden per 1 januari 2013. Zie uitgebreid Prinsen 2011, p. 32-36.
297. Wet tot wijziging van Boek 2 Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van het recht van enquête, wetsvoorstel van 27 september 2011, *Kamerstukken II*, 2011/12, 32 887, nrs. 1-4, ingevoerd bij Wet van 18 juni 2012, *Stb*. 2012, 274 en in werking getreden per 1 januari 2013. Zie M.W. Josephus Jitta, ‘Het wetsvoorstel tot wijziging van het enquêterecht’, *Ondernemingsrecht* 2011, 105.

het nieuwe principe IV.4(2) bepaalde de Code dat aandeelhouders in beursvennootschappen zich ten opzichte van de vennootschapsleiding en hun medeaandeelhouders dienen te gedragen conform de maatstaven van redelijkheid en billijkheid.²⁹⁸ Hiermee benadrukte de Code Frijns specifiek voor de aandeelhouders nog eens de strekking van artikel 2:8 lid 1 BW. De Code Frijns bevatte ook een mitigerend mechanisme ten aanzien van het gebruik van het agenderingsrecht door activistische aandeelhouders, te weten de responstijd (best practices IV.4.4 en II.1.9), op grond waarvan een aandeelhouder gehouden is om eerst in overleg te treden met het bestuur alvorens zijn agenderingsrecht uit te oefenen en hij bovendien in het geval van een voornemen tot het doen van een op de strategie georiënteerd agenderingsverzoek het bestuur een redelijke termijn zou moeten geven om op dit voornemen te reageren.²⁹⁹ De Monitoring Commissie heeft in de Code Frijns tevens de aanbeveling aan de wetgever gedaan om de voorgestelde regeling van een wettelijke basis te voorzien. Het kabinet heeft hier echter niet aan gewild.³⁰⁰ In plaats van de responstijd achtte het kabinet de voorgestelde regelingen in het wetsvoorstel corporate governance – nota bene een wetsvoorstel opgesteld naar aanleiding van een eerder advies van de Monitoring Commissie zelf – over de identificatie van aandeelhouders en de verplichte standpuntbepaling van aandeelhouders ten aanzien van de strategie van de vennootschap een probater middel voor de beursvennootschap om een ‘aanval’ van een activistische aandeelhouder tegen te kunnen gaan.³⁰¹

Mijns inziens is bovengenoemd verschil van inzicht illustratief voor het spanningsveld tussen de wetgever en de Monitoring Commissie. De wetgever was kennelijk sceptisch over de effectiviteit van in de Code neergelegde gedragsnormen. De Monitoring Commissie verweet de wetgever juist dat hij met de formalistische benadering zoals blijkend uit het wetsvoorstel corporate governance de verhouding tussen vennootschapsleiding en aandeelhouders juist teveel juridiseert.³⁰² Een vraag die zich in de huidige tijd opdringt is of

298. Zie ook de preambule van de Code Frijns onder punt 9.

299. Ik schreef eerder over de samenloop van verschillende reguleringsinitiatieven met betrekking tot het agenderingsrecht, ook in het licht van de Wet aandeelhoudersrechten (31 746). Zie Overkleef 2009.

300. Zie de kabinetsreactie op de Code Frijns in de brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 25 mei 2009, *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 5-6.

301. Hierover H.A. Sijnja, ‘Wetsvoorstel corporate governance: meldingsplicht van aandeelhouders met betrekking tot de strategie’, in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010*, Van der Heijden-reeks nr. 104, Deventer: Kluwer 2010, p. 177-200.

302. Illustratief is het voorwoord van het derde rapport over de naleving van de Code van de Monitoring Commissie (Commissie Streppel) van 10 december 2011, bron: <<http://www.corpgov.nl>>, p. 6: “[D]it huidige wetsvoorstel [corporate governance] – hoewel de naamgeving anders doet vermoeden – [is] niet conform de aanbevelingen van de Commissie Frijns.”

de politiek nog vertrouwen heeft en houdt in het instrument van de Code als geconditioneerde zelfregulering op het terrein van ondernemingsrecht voor beursvennootschappen.³⁰³ Illustratief is het besluit het kabinet en het parlement tot wettelijke codificatie van de Code best practices op het gebied van bestuurdersbeloning (II.2.10-11) in de Wet Clawback.³⁰⁴ Dit voornemen lijkt vooral ingegeven te zijn door het vermeend tekortschieten van zelfregulering bij het tegengaan van excessieve bestuurdersbeloningen, in het bijzonder de gehekelde ‘bonuscultuur’.³⁰⁵ Opmerkelijk is dat het kabinet in de zomer van 2008 juist de Monitoring Commissie had verzocht om bij de herziening van de Code – in lijn met eerdere aanbevelingen van de Monitoring Commissie – werk te maken van het onderwerp bestuurdersbeloningen.³⁰⁶ In 2008 koos het kabinet er bewust voor om het stellen van regels over bestuurdersbeloningen aan de Monitoring Commissie over te laten. In 2011 trok het (opvolgende) kabinet het initiatief op dit punt juist weer naar zich toe.

Op 11 februari 2016 presenteerde de Monitoring Commissie (inmiddels onder voorzitterschap van Van Manen) een consultatievoorstel voor een herziene Code.³⁰⁷ Op 8 december 2016 werd de definitieve tekst van de herziene Code vastgesteld.³⁰⁸ De nieuwe Code is ambitieus in haar doelstelling om een gezamenlijke oriëntatie op lange termijn waardecreatie tussen de vennootschapsleiding

-
303. Zie in bezorgde zin S.F. de Beurs & G.T.M.J. Raaijmakers, ‘Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance 2010’, *Ondernemingsrecht* 2011, 59. Zie ook Overkleef 2012a en A.A. Bootsma, ‘Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code: waarheen leidt de weg?’, *Bb* 2013, p. 93-98.
304. Wet van 11 december 2013, tot wijziging van boek 2 van het BW en de Wft in verband met de bevoegdheid tot aanpassing terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijkse beleidsbepalers, *Stb.* 2013, 563.
305. Een extreme uiting van dit sentiment is de beruchte motie Van der Vliet van 16 maart 2011 over het 100% belasten van bonussen binnen de Nederlandse financiële instellingen die tijdens de kredietcrisis staatssteun hebben ontvangen, *Kamerstukken II*, 2010/11, 31 980, nr. 30. De motie is op 22 maart 2011 aangenomen in de Tweede Kamer.
306. Kenbaar uit de brief van de Minister van Financiën aan de Voorzitter van de Tweede Kamer van 23 mei 2008 over de wijze waarop het kabinet uitvoering zou geven aan de moties Omtzigt/Weekers en Omtzigt/Kalma over bestuurdersbeloningen, *Kamerstukken II*, 2007/08, 31 083, nr. 20. Zie over de voorgeschiedenis van de Code best practices over bestuurdersbeloningen voorts G.T.M.J. Raaijmakers & F.G.K. Overkleef, ‘Bestuurdersbeloning, de nieuwe Code en de kredietcrisis’, *TFR* 2009, p. 87-91.
307. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Voorstel tot herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code; een uitnodiging tot commentaar*, 11 februari 2016, bron: <<http://www.corpgov.nl>>.
308. Code Van Manen 2016. Deze code is op het moment van afronding van dit manuscript nog niet formeel aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 BW. Bij brief van 24 maart 2017 is namens het kabinet aangegeven dat dit wel op korte termijn zal gebeuren. Zie Brief van Minister van Economische Zaken Kamp aan de Tweede Kamer houdende kabinetsreactie op de Code van Manen van 24 maart 2017, kenmerk DGBI-O/17025616, te raadplegen op <<http://www.rijksoverheid.nl>>.

en aandeelhouders te stimuleren.³⁰⁹ Hiermee heeft de Commissie Van Manen nadrukkelijk beoogd om de Code (weer) relevant te laten zijn in de actuele discussie over enerzijds de noodzaak voor beursondernemingen om een op de lange termijn gerichte strategie te ontwikkelen en te verwezenlijken en anderzijds het verschijnsel van de op de korte(re) termijn gerichte prikkels die van de financiële markten waarin beursondernemingen opereren uit kunnen gaan. Tegelijkertijd is in de nieuwe Code als gegeven erkend dat de wetgever inmiddels bepaalde onderwerpen zoals bestuurdersbeloningen aan zich heeft getrokken. Het is niet ondenkbaar dat deze ontwikkeling zich in de toekomst ook bij andere onderwerpen op het gebied van corporate governance voor zal gaan doen, waardoor het zwaartepunt in de regulering meer richting – dwingend-rechtelijke – wetgeving op zou kunnen schuiven. Het ligt voor de hand dat in dat geval ook de meer formalistische regelgevingstechniek van de wetgever een zwaardere stempel zal gaan drukken op de rechtsontwikkeling van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen dan de best practices benadering van de Code.

6.4.2 Europese ontwikkelingen

Op Europees niveau is het EU Action Plan 2003 inmiddels vervangen door een nieuwe beleidsagenda, het EU Action Plan 2012.³¹⁰ De parallellen met de voorgeschiedenis van het EU Action Plan 2003 zijn opmerkelijk. Ook het EU Action Plan 2012 is vooraf gegaan door een nieuw geformuleerde groeiagenda van de EU in de vorm van de Europa 2020-strategie³¹¹ en van momentum voorzien door de financiële crisis en de daaruit voortkomende perceptie

309. Een overzicht geeft H. Koster, 'De herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: enkele observaties', *WPNR* 2016 (7112), p. 500-516. Kritische beschouwingen over deelonderwerpen op het gebied van strategie en lange termijn waardecreatie zijn M.C. Schouten, 'Commissie-Van Manen bepleit langetermijnwaardecreatie, maar faciliteert onbedoeld aandeelhoudersactivisme', *Ondernemingsrecht* 2016, 46, F.G.K. Overkleef & J.H.L. Beckers, 'Het consultatievoorstel voor een herziene Code en lange termijn waardecreatie: alleen 'jam tomorrow' of ook 'jam today'?', *MvO* 2016, p. 43-46, S.H.M.A. Dumoulin, 'Het voorstel voor een nieuwe Nederlandse Corporate Governance Code: visie en strategie', *Ondernemingsrecht* 2016, 69 en G.C. Makkink, 'De code als moreel kompas: een goed idee?', *Ondernemingsrecht* 2016, 71.

310. Mededeling van de Europese Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's 'Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies' van 12 december 2012, COM (2012) 740/2. Zie hierover Overkleef 2013a en J.N. Schutte-Veenstra & M. Verbrugh, 'Actieplan 2012 van de Commissie betreffende Corporate Governance en Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2013, 69.

311. Mededeling van de Europese Commissie 'Europe 2020: A strategy for smart, sustainable and inclusive growth' van 3 maart 2010, COM (2010) 2010 def.

van een *failure of governance* bij financiële instellingen.³¹² Het intellectueel fundament was dit keer afkomstig van de zogeheten *Reflection Group* die op 5 april 2011 haar rapport over de toekomst van het Europese ondernemingsrecht presenteerde,³¹³ terwijl de Europese Commissie zelf in twee groenboeken uit 2010 (corporate governance bij financiële instellingen)³¹⁴ en 2011 (het ‘*EU Corporate Governance Framework*’)³¹⁵ de lijnen van haar toekomstig beleid uiteenzette. Beide groenboeken werden vervolgens in consultatie gegeven, waarna de Europese Commissie voor elk groenboek een afzonderlijk *feedback statement* publiceerde.³¹⁶ Nadat eind 2011 het feedback statement voor het EU Corporate Governance Framework was gepubliceerd, lanceerde de Europese Commissie begin 2012 een nieuwe consultatieronde, dit keer op basis van het Reflection Group rapport, waarvan de resultaten in juli 2012 bekend werden gemaakt.³¹⁷ Tot slot is – net als in 2003 – ook nu weer een actieplan van de Europese Commissie het sluitstuk van al deze beschouwingen. Als eerste concrete beleidsinitiatief is in april 2014 een concept voor een richtlijn tot wijziging van de bestaande Richtlijn Aandeelhoudersrechten (2007/36 EG) gepubliceerd.³¹⁸ Tot een definitieve richtlijn is het op het moment van afsluiting van dit manuscript nog niet gekomen, maar het (op

-
312. Zie bijvoorbeeld het EU Action Plan 2012, p. 3: ‘*The financial crisis has revealed that significant weaknesses in corporate governance of financial institutions played a role in the crisis.*’
313. Zie het rapport van de Reflection Group on the Future of EU Company Law van 5 april 2011 (bron: <http://ec.europa.eu/internal_market/company>). Hierover tevens B.J. de Jong & M.A. Verbrugh, ‘De toekomst van het Europese ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2011, 75.
314. Europese Commissie, ‘Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies’, 2 juni 2010, COM (2010) 284 def.
315. Europese Commissie, ‘Green Paper on the EU Corporate Governance Framework’, 5 april 2011, COM (2011) 164 def. Zie hierover M.J. van Ginneken, ‘Het Groenboek Corporate Governance’, *Ondernemingsrecht* 2011, 81 en Ch.F. van der Elst & E.P.M. Vermeulen, ‘Corporate Governance 2.0: assessing the Corporate Governance Green Paper of the European Commission’, *European Company Law* 2011, p. 165-174.
316. Zie http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf (financiële instellingen) en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf (corporate governance).
317. Zie voor een overzicht M.L. Lennarts & J. Roest, *Europees vennootschapsrecht: waar staan we en waar moeten we naar toe?*, preadvies Vereniging Handelsrecht 2012, Deventer: Kluwer 2012, p. 1-60. Zie voorts kritisch J.N. Schutte-Veenstra & M.A. Verbrugh, ‘Openbare raadpleging over de toekomst van het Europese vennootschapsrecht; een kritische bespreking’, *Ondernemingsrecht* 2012, 136.
318. Zie over dit voorstel W.B. Kuijpers, ‘Voorstel Europese Commissie wijziging richtlijn aandeelhoudersrechten’, *Ondernemingsrecht* 2014, 89.

HOOFDSTUK 6

punten gewijzigde) richtlijnvoorstel lijkt ondanks de nodige politieke tegenwind toch de eindstreep te gaan halen.³¹⁹ Ondertussen wordt ook vanuit het Europees Parlement verder gedacht over de toekomst van het Europese ondernemingsrecht, onder meer vanuit het perspectief van digitalisering van het ondernemingsrecht.³²⁰

De onderliggende beleidsveronderstellingen aan het EU Action Plan 2012 vertonen opvallende gelijkenissen met de uitgangspunten die al aan het EU Action Plan 2003 ten grondslag waren gelegd. Zo was in het EU Action Plan 2012 het volgende beleidsuitgangspunt gedefinieerd over openbaarmakingsverplichtingen aan het adres van institutionele beleggers: *“Disclosure of such information could have a positive impact on investor awareness, enable ultimate investors to optimise investment decisions, facilitate the dialogue between investors and companies, encourage shareholder engagement and could strengthen accountability to civil society.”*³²¹

De eerste twee onderdelen van de hierboven weergegeven doelstelling wijzen op een gebruiksfunctie: informatieverstrekking van vermogensbeheerders aan hun achterliggende beleggers. Onderdelen drie en vier wijzen op gewenst gedrag van institutionele beleggers. Met de transparantieplichtingen wordt dus kennelijk ook beoogd om actief en betrokken aandeelhouderschap (*stewardship*) van institutionele beleggers te stimuleren. Onderdeel vijf van het hierboven weergegeven citaat berust waarschijnlijk op een verschrijving, bedoeld zal zijn het versterken van de publieke verantwoording van institutionele beleggers aan de maatschappij als zodanig. Hoe dan ook, de ratio van het voorgenen initiatief om te komen tot aanvullende transparantieplichtingen voor institutionele beleggers lijkt voor een belangrijk deel gelegen te zijn in het streven om institutionele beleggers te mobiliseren om een actieve rol te vervullen in het

319. Over verschillende onderdelen van het richtlijnvoorstel is (nog) geen politiek akkoord tussen de Europese Commissie en het Europees Parlement bereikt. Ook heeft het Europees in juli 2015 bij amendement een aantal nieuwe onderwerpen in de discussies rond het richtlijnvoorstel geïntroduceerd, zoals ‘country-by-country’-reporting door multinationale beursondernemingen. Hierover in kort bestek H.J. de Kluijver & J. Barneveld, ‘Kroniek van het ondernemingsrecht: over ondernemen, maatschappelijk onbehagen en de ‘stakeholder’ als oriëntatiepunt’, *NJB* 2016, p. 1014-1024 op p. 1016. In december 2016 is over de concept-richtlijn een politiek akkoord bereikt tussen het Europees Parlement en het Slowaakse EU-voorzitterschap en in maart 2017 heeft het Europees Parlement met de tekst ingestemd. De Raad moet nog instemmen met het richtlijnvoorstel. Zie ‘Shareholders’ rights directive Q&A’, European Commission Fact Sheet, 14 maart 2017, MEMO 17/592.

320. Zie H. Koster, ‘Future of European Company Law’, *Ondernemingsrecht* 2016, 86 voor een verslag van een workshop over de toekomst van het ondernemingsrecht die op 14 juni 2016 vanuit het Europees Parlement was georganiseerd.

321. EU Action Plan 2012, p. 8.

bestel van corporate governance bij beursvennootschappen. Of een prikkel via openbaarmakingsverplichtingen echter een effectief middel zal zijn om tot daadwerkelijk betrokken aandeelhouderschap te komen, valt gezien de in dit hoofdstuk beschreven eerdere ervaringen te betwijfelen.

6.5 Beschouwingen en kanttekeningen

6.5.1 *Het nieuwe raamwerk over aandeelhouders in beursvennootschappen*

De uitgangspunten van het bestel van corporate governance na de hierboven beschreven correcties zijn als volgt samen te vatten. Het bepalen en uitvoeren van de strategie van een beursvennootschap is in beginsel een zaak van het bestuur, onder toezicht van de RvC. De vennootschapsleiding geniet hierbij een aanzienlijke mate van beleidsvrijheid. De vennootschapsleiding legt over het gevoerde beleid verantwoording af aan de AVA. De invloed van aandeelhouders op het te voeren beleid is evenwel beperkt tot het doen blijken van hun opvattingen via het uitoefenen van hun wettelijke en statutaire bevoegdheden. Richtsnoer voor de vennootschapsleiding is en blijft het belang van de vennootschap, waarbij het belang van de aandeelhouders één van de relevante -, maar in beginsel nevensgeschikte deelbelangen is.³²² Wat betreft de aandeelhouders geldt dat de strekking en reikwijdte van hun bevoegdheden met het oog op de rechtszekerheid in beginsel beperkt moeten worden uitgelegd. De aanvullende werking van de normen van redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW kunnen gelet op diezelfde rechtszekerheid geen grondslag vormen voor het aannemen van aanvullende bevoegdheden van de AVA, noch kan een aandeelhouder daaraan – althans als men de overwegingen van de Hoge Raad in zijn *ASMI*-beschikking op dit punt doortrekt – een afdwingbare aanspraak ontleenen ten aanzien van de wijze waarop bestuur en RvC hun respectievelijke taken vervullen. Bij dit alles is voorts de Code een relevant gezichtspunt nu de daarin vervatte principes en best practices een weergave vormen van de positie die aandeelhouders in beursvennootschappen in de algemeen in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance is toebedacht.

De vraag is of met dit kader een adequaat antwoord is geformuleerd op de vragen die in de periode tot 2007 door de in §6.2 beschreven breuklijnen zijn opgeworpen. Bij lezing van het bovenstaande zou de indruk kunnen ontstaan dat de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen nu wel voldoende

322. Zie Assink 2013, §51 en HR 4 april 2014, *NJ* 2014, 389 m.nt. P. van Schilfgaarde, *Ondernemingsrecht* 2014, 101 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Cancun*). Zie voorts A. Hammerstein, 'Het evenredigheidsbeginsel als leidraad', *Ondernemingsrecht* 2011, 122 onder 3 en meer genuanceerd M.J. van Ginneken & L. Timmerman, 'De betekenis van het evenredigheidsbeginsel voor het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011, 123 onder 13.

duidelijk is. Ook zou men de indruk kunnen krijgen dat we met dit nieuw instrumentarium aan juridische argumenten de dagen van ongebreideld aandeelhoudersactivisme nu definitief achter ons hebben gelaten. De eerste indruk acht ik juist, maar bij de tweede indruk heb ik de nodige aarzelingen. Voor mij staat niet zonder meer vast dat het ‘gecorrigeerde’ bestel van corporate governance per definitie een effectief middel biedt voor bestuur en RvC van een beursvennootschap om een adequaat tegengewicht te kunnen bieden tegen activistische aandeelhouders. Ik plaats dan ook enkele kanttekeningen bij dit gecorrigeerd kader om het beeld van deze indrukken wat bij te stellen.

6.5.2 *Het beoordelingskader voor handelen van aandeelhouders*

De door de Hoge Raad geformuleerde strikte uitlegmaatstaf voor het bepalen van de reikwijdte van bevoegdheden van de AVA en van individuele aandeelhouders is de rechtszekerheid zeker ten goede gekomen. Ook de keuze van de wetgever om ongewenst gedrag door aandeelhouders bij de uitoefening van bevoegdheden zoals het agenderingsrecht en het enquêterecht tegen te gaan door de toegangsdrempel tot die bevoegdheden te verhogen schept duidelijkheid. Vergelijk de situatie met die van een chique uitgaansgelegenheid waarin de bezoekers aan de hand van een gedetailleerde set ‘huisregels’ precies na kunnen gaan wat zij wel en niet mogen en waarbij ongenode gasten zoveel mogelijk buiten de deur worden gehouden met een hoge entreprijs. In deze voorstelling van zaken krijgt de toetsing van het gedrag van aandeelhouders vooral een formeel karakter. Het accent ligt dan vooral op de vraag of een aandeelhouder gelet op de kwantitatieve toegangsdrempels een bepaalde bevoegdheid toekomt, niet op een inhoudelijke toetsing van de wijze waarop de bevoegdheid in concreto wordt uitgeoefend.

Naar mijn mening blijft er ook in de context van de beursvennootschap behoefte bestaan aan een inhoudelijk correctiemechanisme op de uitoefening van aandeelhoudersbevoegdheden zoals het ontslagrecht ten aanzien van bestuurders en commissarissen, het enquêterecht en het agenderingsrecht. Illustratief is de gang van zaken rond het agenderingsrecht. In een bijdrage uit 2009 heb ik aan de hand van de ABN AMRO-casus betoogd dat een aandeelhouder van een beursvennootschap via het agenderingsrecht de facto de bestuurszelfstandigheid van bestuur en RvC bij het bepalen en uitvoeren van de strategie kan beperken, ook wanneer de aandeelhouder formeel binnen de grenzen van zijn bevoegdheid handelt.³²³ Ik heb toen gepleit voor handhaving van de op dat

323. Overkleef 2009, p. 715-717. In de Code Frijs is dit impliciet erkend in best practice IV.4.4 (responstijd) waarin wordt gesproken over agendering van een ‘onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap.’ Zie bevestigend Gerechtshof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Cryo Save*), *Ondernemingsrecht* 2013, 117 m.nt. R. Abma (*Cryo Save*).

moment nog bestaande ‘zwaarwichtig belang’-weigeringsgrond in artikel 2:114a BW en voor het geven van een nadere invulling aan deze weigeringsgrond zodat het bestuur op basis hiervan een agenderingsvoorstel zou kunnen weigeren indien het voorstel de facto inbreuk zou maken op de bevoegdheden van de vennootschapsleiding. De wettelijke grondslag in artikel 2:114a BW waarop het bestuur wegens een ‘zwaarwichtig belang’ kon weigeren om aan een agenderingsverzoek te voldoen is echter in 2010 wegens onverenigbaarheid met de EU Richtlijn Aandeelhoudersrechten geschrapt.³²⁴ Als alternatief is in de toenmalige literatuur verdedigd dat gebruik kan worden gemaakt van artikel 2:8 BW om paal en perk te stellen aan de uitoefening van het agenderingsrecht.³²⁵ Een handvat hiervoor is vervolgens geboden door Minister van Justitie Hirsch Ballin tijdens de behandeling van het Wetsvoorstel ter implementatie van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten in de Eerste Kamer. De Memorie van Antwoord bevatte hierover de volgende passage: *“Onder het nieuwe systeem voor agendering zal een correct aangeleverd agendapunt in beginsel tot opname van het onderwerp in de agenda leiden. Het bestuur beschikt niet langer over een specifieke grond om een verzoek te weigeren; afwijzing van een agenderingsverzoek is niet snel gerechtvaardigd. Deze wijziging van het agenderingsrecht brengt geen wijziging van de bevoegdheidsverdeling tussen de algemene vergadering en het bestuur mee. Wanneer de aandeelhoudersvergadering niet bevoegd is om over een onderwerp te besluiten, zal dit onderwerp niet in stemming worden gebracht door de voorzitter.”*³²⁶ Deze passage stond vervolgens aan de basis van het door de Voorzieningenrechter in de Rechtbank Den Haag geformuleerde beoordelingskader in het vonnis – later bekrachtigd door het Gerechtshof Den Haag – in het kort geding tussen Boskalis en Fugro (zie §6.3.3 hiervoor). Zodoende kwam de bepleite inhoudelijke weigeringsgrond er alsnog, maar nu zonder een specifieke wettelijke grondslag in artikel 2:114a BW zelf.

324. Zie voor een nader pleidooi tot behoud F.G.K. Overkleef, ‘De behandeling in de Eerste Kamer van het wetsvoorstel van de EU Richtlijn Aandeelhoudersrechten (31 746), *Ondernemingsrecht* 2010, 72. Kritisch is Kersten 2010, p. 100 noot 20 (stellende dat de noodzaak voor een formele weigeringsgrond door de HR *ASMI*-beschikking was afgenomen). Zie voorts A. van der Krans, ‘De zeven pijlers van corporate democracy’, *O&F* 2011, p. 5-17 (op p. 9 abusievelijk suggererend dat de weigeringsgrond van zwaarwichtig belang nog bestaat). Enkele jaren later heeft Oostwouder een herinvoering van de zwaarwichtig belang weigeringsgrond, maar dan op Europees niveau, bepleit. Zie W.J. Oostwouder, ‘Corporate governance, de financiële crisis en het subsidiariteitsbeginsel’, *O&F* 2011, p. 5-30, specifiek p. 26.

325. Kersten 2010, p. 100-101.

326. Zie Memorie van Antwoord bij het Wetsvoorstel ter implementatie van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten van 26 april 2010, *Kamerstukken I*, 2009/10, 31 746, nr. C, p. 6.

In de literatuur duiken inmiddels in reactie op de uitspraken in *Fugro* de eerste pogingen op om de strekking van de hierboven beschreven weigeringsgrond te omzeilen door het gebruik van een aandeelhoudersmotie als alternatief voor een strategisch agenderingsverzoek te bepleiten.³²⁷ Naar mijn mening wordt hierbij een kunstmatig onderscheid gemaakt tussen een motie enerzijds en een aandeelhoudersbesluit anderzijds, dit omdat de betreffende schrijvers bepleiten dat de aankondiging van een motie wel vooraf op de agenda vermeld zou moeten worden zodat aandeelhouders rond deze motie gemobiliseerd kunnen worden en hierover – al dan niet op afstand of bij volmacht – zouden moeten kunnen stemmen. Ik zie niet hoe dit naar inhoud en strekking bezien iets anders is dan een strategisch agenderingsverzoek waaraan de wetgever en rechter juist paal en perk hebben willen stellen.³²⁸

Ook brachten de correcties geen veranderingen in de gedragsnormen voor aandeelhouders, in het bijzonder wat betreft het uitgangspunt dat het een aandeelhouder in beginsel vrij staat om met zijn stemrecht zijn eigen belang in de vennootschap na te streven. Dit uitgangspunt is sinds 2008 ook expliciet in de Code opgenomen (Preambule Code Frijns onder punt 9 en Preambule Code Van Manen onder de kop ‘Aandeelhouders en institutionele beleggers’), waarbij de vrijbrief voor de aandeelhouder om in beginsel zijn eigen belang na te streven in de Code is gegeneraliseerd tot al zijn handelen. Ook het algemeen civielrechtelijk verbod op misbruik van bevoegdheid (artikel 3:13 BW) is in de context van het ondernemingsrecht nooit volledig uitgekristalliseerd.³²⁹ De Jongh heeft een door het evenredigheidsbeginsel geïnspireerde invulling

327. Zie L. Stoppels & J. van Bekkum, ‘Is de motie een nuttig instrument voor de aandeelhouder van een beursvennootschap naast en in aanvulling op het agenderingsrecht ex artikel 2:114a BW?’, *MvO* 2016, p. 260-265.

328. In deze zin ook Abma et al. 2017, p. 93: “[A]aandeelhouders [hebben] geen bevoegdheid om een bindende stemming te vragen over onderwerpen waarover de algemene vergadering niet belissingsbevoegd is of waarbij het ‘initiatiefrecht’ ligt bij het bestuur en/of de raad van commissarissen. Dit beginsel dient ‘breed’ te worden uitgelegd: ook het verzoek tot een niet-bindende of informele stemming over een aanbeveling om door de agenderende aandeelhouder gewenste wijzigingen in bepaalde vennootschappelijke zaken aan te brengen, mag door de vennootschapsleiding worden geweigerd.”

329. Een uitzondering hierop is HR 29 september 2006, *NJ* 2006, 639 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/62, *Ondernemingsrecht* 2007, 2 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*The Mill Resort*), waarin de Hoge Raad impliciet heeft geoordeeld dat het stemrecht geen bevoegdheid is die naar haar aard niet kan worden misbruikt (artikel 3:13 lid 3 BW). Zie hierover uitgebreid de noot van Leijten bij dit arrest. Zie voorts Van Schilfgaarde 2016, p. 106 die opmerkt dat de casus van HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Janssen Pers*) in feite neerkwam op een situatie van misbruik van bevoegdheid, maar dat de overwegingen van de Hoge Raad waren toegeschreven op de situatie van misbruik van omstandigheden, waarschijnlijk mede omdat in de procedure geen beroep op misbruik van bevoegdheid was gedaan.

van de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid ten aanzien van het uitoefenen van aandeelhoudersrechten voorgesteld.³³⁰ Dit voorstel lijkt me een interessant vertrekpunt om tot een meer genuanceerde en zinvolle benadering te komen over de wijze waarop aandeelhouders in beursvennootschappen hun rechten kunnen uitoefenen als ook de beperkingen die daaraan vanuit de vennootschapsleiding in redelijkheid mogen worden gesteld.³³¹ Ook op dit punt wijzen de genoemde uitspraken inzake *Fugro* en de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Cryo Save* in een goede richting. Een dergelijke inhoudelijke benadering heeft mijns inziens ook de voorkeur boven het enkel tegengaan van misbruik van bepaalde aandeelhoudersbevoegdheden door de kwantitatieve toegangsdrempels tot die bevoegdheden te verhogen. Door de toegang tot aandeelhoudersrechten al te zeer te beperken dreigt het gevaar dat ook de goede effecten van die bevoegdheden op het bestel van corporate governance verloren gaan. Het streven van de wetgever om deze toegangsdrempels kritisch tegen het licht te houden is in algemene zin toe te juichen, maar daarbij moet niet de potentiële toegevoegde waarde van een inhoudelijk beoordelingskader voor het gebruik van deze bevoegdheden uit het oog worden verloren.

Deze benadering heeft echter wel een ingang in het juridische beoordelingskader nodig, te weten de aanvullende werking van artikel 2:8 lid 1 BW. Hier geldt dat het mes van de rol van de redelijkheid en billijkheid in de onderlinge verhoudingen in beursvennootschappen aan twee kanten snijdt. Voorvechters van de opvatting dat de betekenis van artikel 2:8 lid 1 BW voor de verhoudingen binnen beursvennootschappen zeer beperkt zo niet non-existent is dienen zich te realiseren dat die opvatting ook impliceert dat een aandeelhouder weinig tot geen beperkingen opgelegd zou kunnen krijgen bij het uitoefenen van zijn bevoegdheden. Een dergelijk ‘anything goes’ toetsingskader lijkt me ongepast en ook ongewenst. Ook zullen zich bij een op artikel 2:8 lid 1 BW gebaseerd toetsingskader problemen voor kunnen doen in de sfeer van handhaving, zeker wanneer het gaat om het opleggen van Nederlands ingekleurde

330. J.M. de Jongh, ‘Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur’, *Ondernemingsrecht* 2011, 124, nadien uitgewerkt in De Jongh 2014, p. 526-536.

331. Hierop voortbouwend Abma et al. 2017, p. 161-162: “Naast de invloed van de aandeelhouder die gekoppeld kan zijn aan het kapitaal- en stemmenbelang dan wel het soort aandelen en type aandeelhouder, zijn er ook andere factoren die een belangrijke invloed hebben op de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder en de belangenafweging die van de aandeelhouder mag worden verwacht. Een onzes inziens doorslaggevende factor betreft de voorzienbare gevolgen van het aandeelhoudershandelen voor de vennootschap en de bij de vennootschap betrokken personen. Naarmate het handelen van de aandeelhouder leidt tot grotere gevolgen voor de vennootschap of andere betrokkenen, zal van hem/haar een verdergaande mate van zorgvuldigheid mogen worden verwacht bij het maken van een belangenafweging.”

opvattingen over redelijkheid en billijkheid aan professionele vermogensbeheerders uit het buitenland die wellicht vanuit een afwijkend perspectief van corporate governance opereren (zie §6.2.1). Tot slot kunnen de redelijkheid en billijkheid waarschijnlijk niet preventief beletten dat aandeelhouders bepaalde acties ondernemen zoals het entameren van gerechtelijke procedures, iets wat in kringen van bepaalde institutionele beleggers als een legitiem ‘beïnvloedings-instrument’ op het terrein van corporate governance wordt gezien.³³² Al met al zal het onderwerp toetsing van de uitoefening van aandeelhoudersrechten in de toekomst nog nadere aandacht behoeven.

6.5.3 *De inbedding van de Code in het ondernemingsrecht*

Over de status van de Code en haar plaats in het bestel van rechtsnormen in het ondernemingsrecht blijft nog altijd de nodige onduidelijkheid bestaan. Bij lezing van de beschikkingen van de Hoge Raad dringt de indruk zich op dat de normen van artikel 2:8 BW en 2:9 BW in beursvennootschappen vrijwel exclusief door de Code – als zijnde de op dit onderwerp in Nederland heersende rechtsovertuiging – worden ingevuld.³³³ Ik vraag me echter af in hoeverre alle individuele passages van de Code – zeker wanneer het gaat om de best practices – als weergave van de in Nederland levende rechtsovertuiging aangemerkt kunnen worden.³³⁴ Deze twijfel geldt vooral ten aanzien de punten waarop de wetgever thans een van de Code afwijkende koers hanteert. De rechtsregel uit de overwegingen van de Hoge Raad dat de Code als rechtsbron in de zin van artikel 3:12 BW aangemerkt kan worden, dient dan ook niet te breed te worden uitgelegd. Met de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Cryo Save* is weliswaar een volgende stap gezet in het proces van veralgemenisering van de doorwerking van de Code in het formele ondernemingsrecht, maar zoals eerder aangegeven ben ik er niet van overtuigd dat de discussie met deze beschikking is beslecht. Illustratief is het feit dat in bepaalde kringen nog altijd wordt betoogd dat aandeelhouders niet formeel aan een door de vennootschapsleiding ingeroepen responstijd tegen een agenderingsverzoek gebonden zijn.³³⁵ Ook een doorwerking van bepalingen van de Code op

332. A. van der Krans, ‘Uitoefening aandeelhoudersrechten, in de Code en de praktijk’, *O&F* 2016, p. 13-23, in het bijzonder p. 22: “*Hoofddoelstellingen voor het voeren van juridische procedures inzake aandeelhouderschap zijn het verkrijgen van schadeloosstelling, het realiseren van corporate governance verbeteringen en generale preventie.*”

333. Zie ook kritisch Van Schilfgaarde 2007, p. 1954.

334. In dezelfde zin Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 30 onder f.

335. Van der Krans 2016, p. 14-15 (verwijzend naar de parlementaire geschiedenis van het Wetsvoorstel corporate governance, zie §6.4.1). Van der Krans wijst ook op onderzoek van Melis waaruit blijkt dat veel institutionele beleggers ook kenbaar afwijken van de Code met een verklaring op hun website dat ze zich enkel aan de ‘wettelijke’ responstijd van 60 dagen conform artikel 2:114a BW houden. Zie *ibid*, p. 15 en voetnoot 10.

onderlinge verhoudingen bij niet-beursvennootschappen mag niet te snel worden aangenomen. De genoemde beschikkingen van de Hoge Raad zijn immers gewezen in geschillen over beursvennootschappen waarop de Code ingevolge het Besluit corporate governance van toepassing was. Hiermee staat niet per definitie vast wat de status van de Code is voor vennootschappen die buiten het formele toepassingsbereik van de Code vallen. Voorzichtigheid is en blijft dus geboden, zeker ook in de ‘corporate litigation’ praktijk, bij het duiden en het hanteren van de Code in het ondernemingsrecht.

6.5.4 *Bestuurszelfstandigheid en het vennootschappelijk belang als afweermiddel tegen aandeelhoudersactivisme*

Met het gecorrigeerd bouwwerk is de juridische verhouding tussen de vennootschapsleiding en aandeelhouders in beursvennootschappen aanzienlijk verduidelijkt. In juridische zin lijkt het primaat voornamelijk bij de vennootschapsleiding gelegd lijkt te zijn. Bestuur en RvC hebben een brede beleidsvrijheid inzake hun belangenafweging over de strategie. Deze organen houden derhalve ook binnen de grenzen van hun bestuursbevoegdheid een aanzienlijke ruimte om uitvoeringshandelingen ter implementatie van die strategie te verrichten. De bestendige jurisprudentie van de Hoge Raad over de richtsnoer van het vennootschappelijk belang, culminerend in de *Cancon*-beschikking, geeft de vennootschapsleiding de ruimte om een op het bestendig succes van de onderneming gericht beleid te voeren in plaats van zich te laten knechten door één bepaalde categorie belanghebbenden zoals aandeelhouders. Op grond van de *RNA*-norm heeft de vennootschapsleiding ook de mogelijkheid om dat beleid onder bepaalde omstandigheden en binnen zekere grenzen te beschermen. Sommige commentatoren zien in deze elementen voor de vennootschapsleiding een probaat afweermiddel tegen al te opdringerige aandeelhouders. Een vaak vergeten nuance hierbij is dat de feitelijke machtsverhouding binnen beursvennootschappen niet per definitie met de juridische verhouding samenvalt (zie ook §6.3.4 hiervoor). Aangezien het toekomstig verloop van feitelijke ontwikkelingen niet voorspeld kan worden, moet de effectiviteit van het huidige juridisch kader om daar een passend antwoord op te bieden zeker niet worden overschat.

De sterke ontwikkeling van jurisprudentie en wet- en regelgeving op het gebied van ondernemingsrecht vanaf de eeuwwisseling is een duidelijke illustratie van de constante wisselwerking tussen recht en werkelijkheid.³³⁶ Hierbij moet de mate waarin feitelijke ontwikkelingen worden gedreven door juridische factoren echter vooral niet worden overschat. Dit geldt te meer nu beursvennootschappen onlosmakelijk met de financiële markten verbonden zijn en direct

336. In dezelfde gedachte Timmerman 2009: “*Recht is contextbepaald. Absolute beginselen bestaan niet, wel is er steeds een dynamische werkelijkheid.*”

dan wel indirect blootstaan aan de onstuimigheid daarvan.³³⁷ In een wereld waarin de financiële markt door oplopende rentes op staatsobligaties regeringen tot aftreden kan dwingen is het de vraag of een bestuurder van een beursvennootschap onder alle omstandigheden met een beroep op zijn bestuurszelfstandigheid en het vennootschappelijk belang de spreekwoordelijke barbaren buiten de poort zal kunnen houden. Los daarvan is het meer in het algemeen zaak om bij verschuivingen in de feitelijke zeggenschapsverhoudingen binnen beursvennootschappen oorzaken en gevolgen goed te duiden. Zoals in §6.3.4 is opgemerkt, is de relatieve rust op het front van aandeelhoudersactivisme in de jaren tussen 2008 en 2015 in belangrijke mate toe te schrijven aan omstandigheden die buiten het juridische kader zijn gelegen. Pas bij een wijziging van deze omstandigheden – dus een voor activistische aandeelhouders meer gunstig economisch klimaat – zal blijken hoe robuust het herziene juridische kader in werkelijkheid is.

6.6 Afronding

In 2010 publiceerde de voormalig voorzitter van de Ondernemingskamer Willems een bijdrage waarin hij terugblikte op de recente periode van aandeelhoudersactivisme.³³⁸ Hij nam daarin gemotiveerd stelling tegen de stemmen die in het verlengde van de financiële crisis waren opgegaan dat de versterking van de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen te ver was doorgeschoten. Daarbij voerde Willems aan dat deze versterking in de eerste plaats moest worden aangemerkt als achterstallig onderhoud omdat de aandeelhouders in het bestel van checks & balances in het ondernemingsrecht in de periode ervoor “*betrekkelijk uit beeld waren geraakt*”.³³⁹ Ook wees Willems er onder meer op dat aandeelhouders enkel controlerende bevoegdheden hadden gekregen en geen “*koersbepalende bevoegdheden*”, dat in Nederland nog altijd een relatief ruimhartig beleid ten aanzien van beschermingsconstructies

337. Zie ook Reflection Group Report 2011, p. 36-38.

338. Willems 2010a.

339. Ibid, p. 170. In een latere bijdrage omschreef Willems deze ontwikkeling als volgt: “*Vooraf de aandeelhouders waren in de vennootschappelijke checks and balances buiten beeld geraakt. Voor zover aan hen al ingevolge de wet bevoegdheden waren toegekend, zorgden vooral de dijken van beschermingsconstructies ervoor dat bestuurders en commissarissen, meer elkaars bondgenoten dan gecontroleerde en controleur, zich verzekerd wisten van aandeelhoudersmacht slechts op afstand. In het buitenland, maar in Nederland op zijn minst zoveel, werd zelfs gesproken van de Dutch Discount: beursgenoteerde vennootschappen zouden vanwege hun escherming minder waard zijn. Mede onder invloed van buitenlandse aandeelhouders veranderden de opvattingen en die veranderingen leiden tot versterking, of liever nog herstel, van aandeelhoudersrechten.*” Zie J.H.M. Willems, ‘Rode rafels in het ondernemingsrecht’, *AAe* 2012, p. 305.

bij beursvennootschappen werd gevoerd en dat het gedrag van een (activistische) aandeelhouder in lijn met de beschikkingen van de Ondernemingskamer in *Breevast* en *Gucci* aan de normen van redelijkheid en billijkheid op de voet van artikel 2:8 BW konden worden getoetst.³⁴⁰ Willems sloot zijn betoog af met de volgende observatie: *“Het is een interessante exercitie alle zaken waarin aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen hebben geprobeerd rechten uit te oefenen die hun ingevolge de wet en het vigerende stakeholders model met zijn [checks] and balances toekomen op een rij te zetten. En dan kan toch moeilijk anders worden geconstateerd dat de aandeelhouders in al die zaken uiteindelijk aan het kortste eind trokken en juist niet de hun in dat model toegedachte en toegekende rechten konden of mochten uitoefenen en er evenmin in zijn geslaagd rechten of posities die zij nog niet hadden te verkrijgen met een beroep op gewijzigde inzichten of moderne opvattingen over corporate governance.”*³⁴¹

Op het betoog van Willems valt het nodige aan te merken. In de eerste plaats ging de versterking van de positie van aandeelhouders in de periode tussen 1999 en 2004 verder dan een ‘herstel’. Van een herstel in onderlinge verhoudingen zou sprake zijn geweest als aandeelhouders de positie die zij in 2004 kregen voorheen ook hadden gehad. Zoals in hoofdstukken 2 en 3 uiteen is gezet, was dat niet het geval, in ieder geval niet wanneer de positie op een geïntegreerd juridisch, feitelijk en normatief niveau wordt gezien. Ook de stelling van Willems dat aandeelhouders alleen controlerende bevoegdheden hebben lijkt onjuist. De praktijk heeft uitgewezen dat het enquêterecht en het agenderingsrecht offensief ten opzichte van de strategie van de vennootschapsleiding konden worden ingezet. Daarbij was weliswaar geen sprake van bepaling van de strategie van de vennootschap, maar wel van aanzienlijke beïnvloeding daarvan. De stelling van Willems dat artikel 2:8 BW een kader biedt voor normering en toetsing van het gedrag van aandeelhouders is juist, maar daar staat tegenover dat lange tijd onduidelijk was hoe deze norm zich verhield tot de wettelijke en statutaire bevoegdheden van aandeelhouders zoals het convocatierecht en het agenderingsrecht. Tot slot lijkt Willems in de hierboven geciteerde observatie een wat nauwe definitie van ‘succes’ voor aandeelhouders te hanteren. Zoals in dit hoofdstuk is beschreven, is er in de jaren na 2004 immers wel het nodige gebeurd. Het kan zijn dat de juridische eindstand in een gevecht tussen een beursonderneming enerzijds en een vijandige bidder of een activistische aandeelhouder anderzijds wordt bepaald door een uitspraak van de Hoge Raad in het voordeel van de beursonderneming, maar zoals de casus van ABN AMRO laat zien is daarmee nog niet gezegd dat de feitelijke score in al die gevallen hetzelfde uitvalt.

340. Willems 2010a, p. 170-174.

341. Ibid, p. 174. In het origineel staat per abuis “cheques” in plaats van checks.

HOOFDSTUK 6

Als gevolg van de financiële crisis zijn we wat betreft de richting van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in onzekerheid geraakt.³⁴² Een centrale vraag in deze onzekerheid lijkt te zijn of het bestel van corporate governance juist gebaat is bij een versterking van de positie van aandeelhouders (inclusief het aanwakkeren van eventueel aandeelhoudersactivisme) teneinde hen meer ‘engaged’ te krijgen bij het reilen en zeilen van de vennootschap³⁴³ of dat de positie van aandeelhouders juist moet worden beknot om toekomstige ongelukken te voorkomen. De hierboven beschreven correcties laten zien dat de ontwikkelingen in het ondernemingsrecht op dit punt tot op zekere hoogte richtingloos lijken te zijn. De enige constante factor is de rechtspraak van de Hoge Raad, waarin een heldere en consistente lijn is uitgezet. Een blik langs het wetgevingsfront laat een gemengd beeld zien en ook de Code bevindt zich niet in rustig vaarwater. De ontwikkelingen op Europees niveau lijken in dit geheel (nog) geen zelfstandige toegevoegde waarde te bevatten.

Er lijkt ondertussen een nieuwe periode rond aandeelhoudersactivisme aan te komen waarin de robuustheid van de aangebrachte correcties op de proef gesteld kunnen worden. Activistische hedge funds en andere activistische aandeelhouders zitten na een aantal mindere jaren inmiddels weer in de lift. Volgens cijfers van *The Economist* beschikten activistische aandelenbeleggers per ultimo 2014 ongeveer USD 100 miljard aan belegbaar vermogen en alhoewel het percentage van alle hedge funds dat zich toelegt op activistische strategieën met betrekking tot aandelenbeleggingen relatief gezien nog altijd klein is (1% van het totaal) trok deze categorie hedge funds in 2014 in de Verenigde Staten wel 20% van de totale stroom van investeringen in hedge funds naar zich toe.³⁴⁴ Het zou dus zomaar kunnen dat Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in de nabije toekomst (opnieuw) met campagnes van activistische aandeelhouders geconfronteerd zullen worden. Een eerste aanwijzing in deze richting is het feit dat ASMI, bijna negen jaar na de schermutselingen met Hermes en Fursa over het al dan niet afsplitsen van haar deelneming in ASM Pacific Technologies (zie §6.3.3), in maart 2017 wederom een oproep van een activistische aandeelhouder heeft ontvangen om deze deelneming af te stoten. Dit keer was de verzoekende partij Eminence Capital, een Amerikaans

342. J.W. Winter, ‘De staat van ons vennootschapsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2011, 98 onder 4.

343. Bevestigend J.W. Winter tijdens de discussie op het IVO congres op 12 november 2010. Zie het verslag van de discussie in L. Timmerman et al (reds.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2011, p. 208. Zie ook Van der Krans 2011, p. 16-17. In een latere bijdrage stelt Van der Krans (samen met een co-auteur) zich op dit punt evenwel wat ambivalenter op. Zie J. van der Ende & A. van der Krans, ‘Aandeelhouders: van ‘flitskapitaal’ naar ‘geduldig kapitaal’’, *O&F* 2013, p. 41-51.

344. ‘Capitalism’s unlikely heroes’, *Economist* 7 februari 2015.

hedefonds dat een 9% belang in ASMI had opgebouwd.³⁴⁵ Tegelijkertijd wijzen de ongeïnviteerde overnamebiedingen die achtereenvolgens Unilever³⁴⁶ en AkzoNobel³⁴⁷ in het voorjaar van 2017 hebben ontvangen erop dat de markt voor overnames van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen mogelijk weer aan het opleven is. Het scenario dat Nederlandse beursondernemingen ook tegen hun wil een overnameprooi kunnen zijn, staat in de huidige omstandigheden weer nadrukkelijk op de radar.³⁴⁸

Zijn met de hierboven beschreven correcties de aan het begin van dit hoofdstuk aangeduide breuklijnen nu gedicht? Ik denk van niet. Alleen op het punt van de normering van gedrag van aandeelhouders (§6.2.2) zijn sinds 2007 tastbare vorderingen gemaakt. In hoeverre deze aanpassingen in het juridisch kader echter (voldoende) effect zullen sorteren op de feitelijke machtsverhoudingen tussen activistische aandeelhouders en de vennootschapsleiding valt echter te betwijfelen. Ten aanzien van de eerste breuklijn (§6.2.1) zijn ook enkele vorderingen gemaakt. Het besef dat een beursonderneming voor een stabiele basis in het aandeelhoudersbestand dient te zorgen heeft zich in 2014 bij de beursgang van Euronext erin vertaald dat voorafgaand aan de beursgang (in feite een afsplitsing van de fusiecombinatie NYSE/Euronext-ICE) een groep Europese financiële instellingen zich committeerde om aandelenbelangen in Euronext tot in totaal ongeveer 33% te nemen.³⁴⁹ Ook de beslissing van het kabinet om bij de beursgang van ABN AMRO een substantieel minderheidsbelang bij de Staat te houden past in dit stramien.³⁵⁰ De minste vooruitgang lijkt te zijn gemaakt ten aanzien van de breuklijn van de normatieve oriëntatie (§6.2.3). Uiteraard heeft de financiële crisis voor wat relativering van de standpunten zoals McCreevy die eerder verkondigde gezorgd, maar het nieuwe EU Action Plan laat zien dat de oplossingen nog altijd alleen binnen de bestaande kaders gezocht lijken te worden.³⁵¹ In zoverre is de geschiedenis van de periode tot 2004, en daarmee de in deze periode ontstane breuklijnen, nog altijd actueel.

345. Zie 'ASMI-aandeelhouder wil afsplitsing Azië-tak', *Financieele Dagblad* 25 maart 2017.

346. Zie 'Wake-up call voor Unilever', *Financieele Dagblad* 20 februari 2017.

347. Zie 'McGarry (PPG): we willen AkzoNobel kopen, we zijn resoluut', *Financieele Dagblad* 23 maart 2017.

348. In dezelfde zin 'Dat ook 'onze' bedrijven een prooi zijn hoort er gewoon bij', *Financieele Dagblad* 25 maart 2017.

349. 'Euronext detaches from ICE through \$1.2 billion IPO', *Bloomberg* 20 juni 2014.

350. Hierover De Jongh 2015.

351. Zoals een Britse hoogleraar de strekking van het EU Action Plan 2012 op het gebied van aandeelhouders aan mij omschreef: "Fixing last crisis' problems, using last decade's tools."

Hoofdstuk 7. Ervaringen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk

7.1 Inleiding

Op 19 november 1999 maakte het Britse Vodafone Group Plc bekend dat zij een openbaar overnamebod op het Duitse Mannesmann AG zou doen. Vodafone en Mannesmann waren beide beursgenoteerde telecomondernemingen. De door Vodafone voorgestelde transactie betrof een ruilbod waarbij de Mannesmann-aandeelhouders iets minder dan 50% van de aandelen in de combinatie Vodafone-Mannesmann zouden gaan houden. De overname werd uiteindelijk in het voorjaar van 2000 afgerond. Voor koper Vodafone was met de overname uiteindelijk een bedrag van omgerekend EUR 180 miljard aan nieuw uit te geven aandelen en transactiekosten gemoeid. De waarde van Vodafone's definitieve overnamebod op Mannesmann viel uiteindelijk EUR 63 miljard hoger uit dan haar oorspronkelijk bod.

De Mannesmann-overname is om meerdere redenen interessant. In de eerste plaats was er het schandaal rond de onverplichte prestatieboni (*'freiwilliger Anerkennungsprämien'*) tot een bedrag van in totaal omgerekend EUR 25 miljoen die in verband met de overname aan de bestuursvoorzitter van Mannesmann en een groep directeurs waren toegekend. Deze gang van zaken leidde onder meer tot strafvervolging van de leden van het zogenoemde *'Präsidium'* van de Aufsichtsrat van Mannesmann die tot het toekennen van de betreffende boni hadden besloten. Dit Präsidium bestond uit de voormalig bestuursvoorzitter van Mannesmann, een bestuurder van Deutsche Bank, een hoge functionaris van de machtige Duitse vakbond IG Metall en een vertegenwoordiger van de ondernemingsraad (*'Betriebsrat'*) van Mannesmann die in die hoedanigheid tot lid van de Aufsichtsrat was benoemd. Het strafbare feit waaraan verdachten zich volgens het Duitse Openbaar Ministerie schuldig zouden hebben gemaakt was *"Untreue zur Nachteil der Mannesmann AG"*. Door zonder deugdelijke grondslag de transactieboni toe te kennen terwijl op grond van §87 AktG vereist was dat enige aan de Vorstand toegekende beloning in redelijke verhouding diende te staan tot de taken en prestaties van de Vorstand en de toestand van de vennootschap hadden de leden van het Präsidium in strijd gehandeld met de *'Vermögensbetreuungspflicht'* van §266 lid 1 StGB. In eerste aanleg werden alle

verdachten door het Landgericht Düsseldorf vrijgesproken, maar deze vrijspraak werd in december 2005 door het Bundesgerichtshof vernietigd.¹ Uiteindelijk is de procedure na terugverwijzing in 2006 door het Landgericht Düsseldorf beëindigd in het verlengde van een schikking tussen het Duitse OM en de verdachten. Mede vanwege de grote mate van aandacht in de nationale en internationale media trokken de Mannesmann-zaak in het algemeen en het oordeel van het Bundesgerichtshof in het bijzonder diepe sporen door de beleidsmatige en maatschappelijke discussies over beursgenoteerde ondernemingen in Duitsland.²

In de tweede plaats is de Mannesmann-zaak interessant omdat het een vijandige overname betrof. De publieke aankondiging van het openbaar bod van Vodafone op Mannesmann volgde slechts enkele dagen nadat de Vorstand en Aufsichtsrat van Mannesmann een vertrouwelijke toenadering van Vodafone hadden afgewezen omdat zij de door Vodafone geboden prijs te laag vonden. Als alternatief voor het vijandig bod van Vodafone probeerde de Vorstand van Mannesmann in de periode na aankondiging van het bod een strategische samenwerking met het Franse Vivendi S.A. uit te onderhandelen. Tot een overeenkomst kwam het uiteindelijk niet omdat Vivendi eind januari 2000 zelf een strategische alliantie met Vodafone sloot. Toen daarna bleek dat de aandeelhouders van Mannesmann, voornamelijk institutionele beleggers die tot op dat moment de Vorstand van Mannesmann hadden gesteund, nu wel wilden ingaan op het bod van Vodafone heeft de Vorstand van Mannesmann alsnog zijn steun voor het bod van Vodafone uitgesproken.³ Hiermee was Mannesmann het eerste Duitse beursgenoteerde bedrijf van betekenisvolle omvang ooit dat door middel van een vijandig openbaar bod door een buitenlandse koper werd overgenomen.⁴

In de derde – en voor deze studie belangrijkste – plaats is de Mannesmann-zaak interessant omdat de casus in wezen een botsing behelsde tussen twee verschillende systemen van ondernemingsrecht voor beursvennootschappen.⁵ Enerzijds

-
1. BGH 21 december 2005, *NJW* 2006, 522 (*Mannesmann*). Zie over deze uitspraak B.F. Assink, 'De Mannesmann zaak: een verhaal over irrationeel gedrag, hoogmoed en de bijbehorende val', *Ondernemingsrecht* 2006, 50.
 2. C.J. Milhaupt & K. Pistor, *Law & Capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*, Chicago: University of Chicago Press 2010 (1e druk 2008), p. 71-72.
 3. Feiten zijn ontleend aan de uitspraak van het Landgericht Düsseldorf in eerste aanleg van het Mannesmann-proces. Zie LG Düsseldorf 22 juli 2004, *NJW* 2004, 3275 (*Mannesmann*), r.o. II.1(a-h).
 4. Zie J.R. Franks & C. Mayer, 'Ownership and control of German corporations', *Review of Financial Studies* 2001, p. 943-977, beschikbaar als CEPR discussion paper (versie september 2000) op <<http://www.ssm.com>>, p. 4-5 en 12-14 waarin eerdere vijandige overnamepogingen zijn beschreven. Zie ook P. Witt, *Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb*, Nbf-serie nr. 309, Wiesbaden: Springer Fachmedien Verlag 2003, p. 82-83.
 5. In deze zin ook Milhaupt/Pistor 2010, p. 69-86.

was er het Duitse systeem dat als het ware door de samenstelling van het Präsidium van Mannesmann werd belichaamd: een (i) bestuursgeoriënteerd model met (ii) coöptatie van de factor arbeid via rechtstreekse vertegenwoordiging in de Aufsichtsrat vanuit de vakbonden en vanuit de Betriebsräte, en met (iii) een coördinerende rol van de Duitse grootbanken via een netwerk van substantiële minderheidsbelangen en afgevaardigden in Aufsichtsräte door het hele Duitse bedrijfsleven heen. Anderzijds was er het Britse systeem waarin de uiteindelijke zeggenschap over de toekomst van een beursgenoteerde onderneming in overnamesituaties bij de aandeelhouders ligt en waarbij bestuurders en commissarissen zich in overnamesituaties ook primair naar de belangen van aandeelhouders hebben te richten. Ook wat betreft de politieke en maatschappelijke reacties op het verschijnsel van vijandige overnames was sprake van een tegenstelling. Waar in Duitsland slechts vier keer eerder een vijandige overnamepoging op een beursvennootschap van enige omvang was ondernomen⁶ had men in het Verenigd Koninkrijk al sinds de jaren '50 ervaring opgedaan met het fenomeen vijandige overnames.⁷ Daarbij was bovendien de mentaliteit in de Britse overnamepraktijk vanaf de tweede helft van de jaren '80 mede als gevolg van de opkomst van Amerikaanse zakenbanken en advocatenkantoren in London aanzienlijk verhard ten opzichte van het eerdere ideaalbeeld van “gentlemanly capitalism”.⁸ Op normatief niveau was sprake van een confrontatie tussen aan de ene kant het Duitse model van corporate governance bij beursgenoteerde ondernemingen waarvan Hansmann en Kraakman in hun ‘End of history for corporate law’ opstel (zie §4.1) kort daarvoor nog het aankomende einde hadden voorspeld en aan de andere kant het Britse model van aandeelhoudersgeoriënteerde governance dat van alle systemen het dichtst in de buurt kwam bij het door Hansmann en Kraakman gepropageerde ‘standard model’ dat het eindpunt van de door hen voorziene wereldwijde convergentie zou vormen.⁹

6. Zie Franks/Mayer 2000, p. 4-5 en Witt 2003, p. 82-83.

7. Hierover J. Armour & D.A. Skeel Jr. ‘Who writes the rules for hostile takeovers and why? – the peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation’, *Georgetown Law Journal* 2007, p. 1727-1794, in het bijzonder p. 1765-1774.

8. Term ontleend aan Augar 2000 waarin de uitwerking van de als ‘Big Bang’ aangeduide dereguleringsoperatie op de Britse financiële sector van binnenuit wordt beschreven. Een mooi sfeerbeeld van hoe de City in de periode voor Big Bang functioneerde geeft N.C.D. Ferguson, *High Financier: the life and times of Siegmund Warburg*, London: Allen Lane 2010. Een beschrijving van de opmars van Goldman Sachs in London in de jaren '80 geeft C.D. Ellis, *The Partnership: the making of Goldman Sachs*, New York: Penguin Press 2008, p. 320-372. De Amerikaanse zakenbanken waren ook bij de Vodafone-Mannesmann overname goed vertegenwoordigd: Vodafone werd bijgestaan door Goldman Sachs en Warburg Dillon Read (thans UBS, een Zwitserse zakenbank) en Mannesmann door Merrill Lynch, Morgan Stanley en Deutsche Bank. Zie ‘Vodafone Mannesmann agree to merge’, *IFLR* 2000-1, p. 7.

9. Hansmann/Kraakman 2000, p. 5-6 en 11-14.

De ervaringen die in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk in de periode rond de eeuwwisseling en daarna zijn opgedaan op het gebied van corporate governance en het functioneren van beursgenoteerde ondernemingen zijn ook vanuit Nederlands perspectief gezien relevant. Het Nederlandse ondernemingsrecht vertoont historisch gezien een belangrijke verwantschap met het Duitse ondernemingsrecht en ook het Europese ondernemingsrecht dat in de tweede helft van de 20ste eeuw tot stand werd gebracht was in belangrijk mate op het Duitse ondernemingsrecht geënt.¹⁰ De in hoofdstuk 5 beschreven normatieve verschuivingen op Europees en nationaal niveau tenderden voornamelijk naar het Britse model. Initiatieven zoals het herziene concept voor de Dertiende Richtlijn inzake openbare overnamebiedingen (2002) op Europees niveau en de Code Tabaksblat (2003) op nationaal niveau waren nadrukkelijk door het Britse systeem geïnspireerd en ook in de Nederlandse ondernemingsrechtswetenschap werd het Britse ondernemingsrecht in dezelfde periode meer dan eens als een bron van inspiratie voorgesteld.¹¹ Tegen deze achtergrond is een beschouwing over de ontwikkeling die enerzijds het Duitse ondernemingsrecht en anderzijds het Britse ondernemingsrecht in deze periode hebben door- gemaakt nuttig om de Nederlandse ervaringen in een context te plaatsen. Om dezelfde reden is het interessant om te vergelijken hoe het Duitse en Britse beursgenoteerde ondernemingen verging in van de financiële crisis in de jaren vanaf 2007. Ook hier is een vergelijking nuttig om te beoordelen in hoeverre de Nederlandse ervaringen in de periode na 2004 met verschijnselen zoals aandeelhoudersactivisme (zie hoofdstuk 6) in internationaal perspectief uniek waren en om in te schatten in hoeverre bepaalde Nederlandse ontwikkelingen te vermijden waren geweest.

Bij dit hoofdstuk past een methodologische kanttekening. Het is niet mijn doel om een volledige weergave van het Duitse en Britse ondernemingsrecht over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen te geven. De rechtsvergelijkende beschouwing in dit hoofdstuk is niet bedoeld om bij wijze van gelijke

10. Deze constatering wordt met enig gevoel voor understatement verwoord in R. Marsch-Barner & F.A. Schäfer (reds.), *Handbuch börsennotierte AG*, 3e druk, Köln: Otto Schmidt Verlag 2014, §1 nr. 7 (Marsch-Barner): “*In den ersten drei Jahrzehnten nach der Reform von 1965 hat sich das Aktienrecht nicht wesentlich verändert. In dieser Zeit sind zwar die meisten gesellschaftsrechtlichen EU-Richtlinien ergangen. Deren Umsetzung ins deutsche Aktienrecht hat aber kaum zu grundlegenden Änderungen geführt, was darauf zurückzuführen ist, dass diese Richtlinien nicht unwesentlich von deutschen Rechtsvorstellungen geprägt waren und deshalb nur in entsprechend begrenztem Umfang Anpassungsbedarf entstand.*”

11. Zie in het bijzonder Rickford 2002a, Rickford 2002b en Rickford 2003. Zie ook bijvoorbeeld Tabaksblat 2004, p. 109 (“*In het Verenigd Koninkrijk kent men het beste zelfreguleringsstelsel van de wereld*”). Zie tot slot in meer algemene zin de boekbespreking L. Timmerman, ‘Paul Davies, Introduction to Company Law’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 169-170.

grootheden een analyse van twee buitenlandse rechtsstelsels tegen de in de voorgaande hoofdstukken uiteengezette analyse van het Nederlandse recht af te zetten, maar enkel om de analyse van de Nederlandse situatie in een context te plaatsen. Een verdergaande pretentie zou ook niet gepast zijn. In de voorgaande hoofdstukken heb ik juist bepleit dat voor een goed begrip van de ontwikkelingen rond de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen niet alleen naar ontwikkelingen op het juridisch niveau, maar ook naar ontwikkelingen op feitelijk en normatief niveau gekeken moet worden. Nog afgezien van beperkingen in het beschikbare bronmateriaal is het naar mijn mening voor een buitenstaander moeilijk, zo niet onmogelijk om tot een deugdelijke integrale analyse van de Duitse en Britse ontwikkelingen op al deze niveaus te komen. Het zou tegen die achtergrond ook niet juist zijn om te veronderstellen dat in één hoofdstuk over twee rechtsstelsels een zelfde mate van diepgang en detail kan worden bereikt als in de zes voorgaande hoofdstukken tezamen. Ik beperk mij in dit hoofdstuk dan ook tot observaties op hoofdlijnen. Dit laat onverlet dat ook een rechtsvergelijking op hoofdlijnen mijns inziens gebaat is bij een integrale benadering ten aanzien van recht, feiten en ideeën. In zoverre volgt de rechtsvergelijkende beschouwing in dit hoofdstuk een vergelijkbare benadering als degene die in de andere hoofdstukken is gehanteerd.

7.2 Duitsland

7.2.1 Grondtrekken van het Duitse AG-recht

De codificatie van het moderne Duitse recht met betrekking tot ‘*Aktiengesellschaften*’ (AG’s, vergelijkbaar met N.V.’s) gaat terug op het ‘*Aktiengesetz*’ (AktG) uit 1937. Voor die tijd was het recht met betrekking tot AG’s in het ‘*Handelsgesetzbuch*’ opgenomen. Een aparte wettelijke regeling voor de Duitse variant van de besloten vennootschap, de ‘*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*’ (GmbH) was reeds in 1892 met het GmbH-Gesetz ingevoerd. Hoewel het AktG 1937 onder nationaalsocialistisch bewind tot stand werd gebracht, was de inhoud ervan voor een groot deel terug te voeren op regeringsontwerpen uit 1930 en 1931 ten tijde van de Weimar-republiek.¹² Nadien vond in 1965 nog een integrale herziening van het AktG plaats. In de daaropvolgende periode tot 1998 zijn herhaaldelijk wetswijzigingen over uiteenlopende onderwerpen in het AktG doorgevoerd, deels ter implementatie van de EU-richtlijnen op het gebied

12. M. Hoffmann-Becking et al. (reds.), *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts – Band 4: Aktiengesellschaft*, 3e druk, München: C.H. Beck 2007, §1 nrs. 12-14 (Hoffmann-Becking). Zie ook W. Goette & M. Habersack (reds.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München: C.H. Beck 2016, digitaal geraadpleegd via <<http://www.beck-online.de>> (stand januari 2016), Einleitung nrs. 19-21 (Habersack).

van het vennootschapsrecht die in deze periode zijn vastgesteld.¹³ Sinds 1998 is een aantal ingrijpende wetswijzigingen in het AktG tot stand gebracht, waarover meer in §7.2.2 hierna.

De AG kent dwingendrechtelijk drie organen: de Vorstand (bestuur), de Aufsichtsrat (vergelijkbaar met de raad van commissarissen) en de Hauptversammlung (AVA). De leden van de Vorstand worden benoemd en ontslagen door de Aufsichtsrat (§84 AktG), de leden van de Aufsichtsrat worden op hun beurt benoemd door de Hauptversammlung dan wel – afhankelijk van het medezeggenschapsregime dat op de betreffende AG van toepassing is -gedeeltelijk door de Hauptversammlung en gedeeltelijk door (vertegenwoordigers van) vakbonden en/of werknemers (§101 AktG). De typische figuur van werknemersmedezeggenschap via rechtstreekse vertegenwoordiging in de Aufsichtsrat is na de Tweede Wereldoorlog in het Duitse ondernemingsrecht verankerd,¹⁴ maar gaat in feite terug op precedenten uit de Duitse keizertijd en de Weimarrepubliek.¹⁵ Bij een AG met meer dan 500 werknemers in Duitsland dient de Aufsichtsrat in de regel voor ten minste 1/3 uit werknemersvertegenwoordigers te bestaan (§4 lid 1 DrittelbG). Bij een AG met meer dan 2000 werknemers in Duitsland moet de Aufsichtsrat zelfs paritair zijn samengesteld uit vertegenwoordigers van aandeelhouders en vertegenwoordigers van werknemers waarbij ook het totale aantal leden van de Aufsichtsrat wettelijk is voorgeschreven afhankelijk van het aantal werknemers (§7 MitbestG).¹⁶ Deze regels leiden er wel toe dat Aufsichtsräte bij grote (beurs)ondernemingen uit een groot aantal

13. Zie voor een overzicht van de initiatieven op EU-niveau tot 2011 M. Habersack & D.A. Verse, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 4e druk, München: C.H. Beck 2011, p. 62-83. Zie voor een overzicht van de wijzigingen van het AktG in de periode tussen 1965 en 1998 MünchKomm AktG, Einleitung nr. 33 (Habersack).

14. De thans geldende regelingen zijn het Mitbestimmungsgesetz in de versie van 1976, het Montanmitbestimmungsgesetz uit 1951, het Mitbestimmungsergänzungsgesetz uit 1956 en het Drittelbeteiligungsgesetz uit 2004 (vervanger van het Betriebsverfassungsgesetz 1952).

15. Hierover K.J. Hopt, 'Labor representation on corporate boards; Impacts and problems for corporate governance and economic integration in Europe', *Int'l Rev. of Law & Economics* 1994, p. 389-441. Zie over de ontwikkeling van het Duitse medezeggenschapsmodel na de Tweede Wereldoorlog voorts Milhaupt/Pistor 2010, p. 75-77.

16. Ook voor AG's waarop het MitbestG niet van toepassing is, gelden wettelijke regels ten aanzien van het aantal leden van de Aufsichtsrat. §95 AktG schrijft een minimum aantal van drie leden voor de Aufsichtsrat voor. Ook moet het aantal leden in elk geval deelbaar zijn door drie. Tot slot gelden op grond van §95 AktG bepaalde maxima voor het aantal leden van de Aufsichtsrat afhankelijk van het maatschappelijk kapitaal. Voor AG's met een maatschappelijk kapitaal van minder dan EUR 1,5 miljoen geldt een maximum aantal leden van de Aufsichtsrat van negen, bij AG's met een maatschappelijk kapitaal van meer dan EUR 10 miljoen geldt een maximum van 21.

leden bestaan – voor een AG met meer dan 20.000 werknemers in Duitsland geldt op grond van §7 lid 1 onder 3 MitbestG een verplichte Aufsichtsrat van twintig leden waarvan tien werknemersvertegenwoordigers – wat de slagkracht en kwaliteit van deze organen niet altijd ten goede komt.¹⁷

Het AktG gaat uit van een strikte verdeling van bevoegdheden tussen de verschillende organen. Dit geldt in het bijzonder ten aanzien van de Hauptversammlung. §119 AktG bevat een afbakening van de bevoegdheden van de Hauptversammlung in positieve- en in negatieve zin.¹⁸ In positieve zin geeft §119 lid 1 AktG een opsomming van de rechten van de Hauptversammlung, in negatieve zin is de opsomming van §119 lid 1 AktG ook uitputtend: bij gebreke aan een wettelijke of statutaire¹⁹ grondslag komt de Hauptversammlung geen bevoegdheid toe.²⁰ Hierbij moet wel worden bedacht dat het AktG en aanverwante wetten veelal dwingendrechtelijke bepalingen bevatten en dat de ruimte voor het bij statuten toekennen van verdergaande bevoegdheden aan de Hauptversammlung dus beperkt is voor zover daarmee een inbreuk gemaakt zou worden op de bevoegdheden die dwingendrechtelijk aan andere organen zijn toegekend.²¹

In 1982 bracht het Bundesgerichtshof met zijn *Holz Müller*-uitspraak een belangrijke correctie aan op de in §119 AktG neergelegde bevoegdheidsregeling.²² De zaak ging om een AG waarvan de Vorstand onder toezicht van de Aufsichtsrat

-
17. Zie bijvoorbeeld Handbuch börsennotierte AG 2014, §2 nr. 12 (Marsch-Barner): “Durch die zwingend vorgeschriebene Besetzung der Aufsichtsräte mit Arbeitnehmervertretern hat der Aufsichtsrat neben den Aktionärsinteressen auch die sozialen Belange der Belegschaft zu wahren. Diese nehmen, vor allem bei paritätischer Zusammensetzung des Aufsichtsrates, mitunter sogar den größten Teil der Sitzungszeit in Anspruch. Die Mitbestimmung kann dazu führen, dass wirtschaftlich zweckmäßige oder sogar notwendige Entscheidungen, die sich negativ auf die im Unternehmen Beschäftigten auswirken, aufgeschoben, unterlassen oder durch Kompromisse verwässert werden.”
 18. In deze zin U. Hüffer, *Aktiengesetz*, Beck'sche kurz Kommentare nr. 53, twaalfde druk, bewerkt door J. Koch, München: C.H. Beck 2016, §119 nr. 1.
 19. §119 lid 1 AktG verwijst naar “im Gesetz oder in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen”.
 20. MünchKomm AktG §119 nr. 9 (Kubis): “Die eigentliche Bedeutung des Abs. 1 liegt demzufolge in der negativen Kompetenzabgrenzung. Danach gibt es außerhalb der in Gesetz oder Satzung ausdrücklich genannten Fälle grundsätzlich keine Hauptversammlungszuständigkeit, insbesondere keine subsidiäre Zuständigkeit. Auch eine Kompetenz zur Entscheidung der Hauptversammlung über zweifelhafte Zuständigkeiten (sog. “Kompetenz-Kompetenz”) ist nicht anzuerkennen.”
 21. Zie Hüffer/Koch 2016, §119 nr. 10 en MünchHdb AG 2007, §34 nr. 5 (Semler): “Satzungsmäßige Kompetenzzuweisungen gemäß §119 Abs. 1 AktG sind nur in sehr engem Rahmen möglich und könnten keinesfalls dazu führen dass die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstandes beschnitten wird.”
 22. BGH 25 februari 1982, BGHZ 83, 122, NJW 1982, 1703 (*Holz Müller*).

had besloten tot het buiten het concern brengen van een dochteronderneming die 80% van de waarde van het geconsolideerde vermogen van het concern vertegenwoordigde. Strikt genomen was op grond van het AktG geen besluit van de Hauptversammlung vereist. Het Bundesgerichtshof oordeelde evenwel dat een besluit van de Hauptversammlung toch was vereist wanneer het een besluit betrof dat zo diep in de lidmaatschapsrechten van de aandeelhouders en hun in het aandelenbezit besloten kapitaalbelangen ingrijpt dat de Vorstand niet redelijkerwijs kan aannemen dat hij het besluit uitsluitend op eigen verantwoordelijkheid en zonder raadpleging van de Hauptversammlung zou kunnen nemen. De ‘*Holzmüller Doktrin*’ zorgde in de literatuur en in de praktijk voor de nodige onzekerheid.²³ In 2004 bracht het Bundesgerichtshof met zijn uitspraak in *Gelatine* een belangrijke nuancering op de reikwijdte van *Holzmüller* aan, onder meer door nadrukkelijk op de specifieke feiten en omstandigheden van die casus te wijzen.²⁴ Toch resteert na *Gelatine* nog altijd een zekere ruimte voor een “*ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeit*” in de rechtspraak waarover met name rond herstructurerings nog met enige regelmaat wordt geïncideerd.²⁵

Het AktG kent aan aandeelhouders van AG’s bepaalde lidmaatschapsrechten toe. Deze lidmaatschapsrechten zijn onder te verdelen in zeggenschapsrechten (‘*Verwaltungsrechte*’) en economische rechten (‘*Vermögensrechte*’).²⁶ Daarnaast worden de lidmaatschapsrechten van aandeelhouders doorgaans onderverdeeld in ‘*eigennützliche Mitgliedschaftsrechte*’ en ‘*uneigennützliche Mitgliedschaftsrechte*’.²⁷ Bij de uitoefening van eigennützliche Rechten staat het de individuele aandeelhouder vrij om zijn eigen belangen in de vennootschap na te streven. Tot deze categorie rechten worden naast alle economische lidmaatschapsrechten onder meer het recht op inlichtingen in de Hauptversammlung (§131 AktG) en het recht om vernietiging van besluiten van de Hauptversammlung te vorderen (§245 e.v. AktG, de zogenoemde ‘*Anfechtungsklage*’). Bij de uitoefening van uneigennützliche Rechten heeft de aandeelhouder

23. Hüffer/Koch 2016, §119 nrs. 16-17.

24. BGH 26 april 2004, *NJW* 2004, 1860 (*Gelatine*). Zie over deze uitspraak H. Fleischer, ‘Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: Von “Holzmüller” zu “Gelatine”’, *NJW* 2004, p. 2335-2339. Zie voor een Nederlands commentaar A.G.H. Klaassen, *De Gelatine-uitspraak: het verlossende antwoord op de Holzmüller-problematiek?*, *Ondernemingsrecht* 2004, 234.

25. Zie voor een beknopt overzicht E. Waclawik, *Prozessführung im Gesellschaftsrecht – Corporate Litigation*, 2e druk, *NJW Praxis* serie nr. 83, München: C.H. Beck 2013, p. 85-87.

26. MünchHdb AG 2007, §17 nrs. 3-4 (Wiesner).

27. MünchHdb AG 2007, §17 nr. 5 (Wiesner), Hüffer/Koch 2016, §53a nrs. 16-17.

zich naar het belang van de vennootschap te richten. In de literatuur is wel verdedigd dat het stemrecht van aandeelhouders in algemene zin tot de oneigen-nützliche Rechte moet worden gerekend, maar algemeen wordt aangenomen dat dit afhankelijk van het besluitvormingsonderwerp moet worden beoor-deeld.²⁸ Daarnaast gelden bij de uitoefening door aandeelhouders van zowel bij eigennützliche als oneigennützliche Rechte beperkingen uit hoofde van misbruik van recht en uit hoofde van de ‘*Treuepflicht*’ tussen aandeelhouders en de vennootschap en tussen aandeelhouders onderling.²⁹ De uitoefening van aan-deelhoudersrechten is juridisch gezien dus in meerdere opzichten aan bepaalde buitengrenzen gebonden.

Een kernbepaling van het AktG is §76 waarin is bepaald dat de Vorstand de plicht heeft om “*unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten.*”³⁰ Onder ‘*Leitung*’ wordt onder meer verstaan het bepalen en uitvoeren van de strategie van de onderneming (‘*Unternehmenspolitik*’) en het treffen van ‘*Führungsentscheidungen*’.³¹ Op grond van §77 AktG is ook de bevoegdheid tot ‘*Geschäftsführung*’ aan de Vorstand opgedragen. *Geschäftsführung* is een

28. MünchHdb AG 2007, §17 nr. 6 (Wiesner).

29. Kernachtig verwoord in MünchKomm AktG, §135 nr. 143 (Schröer): “*Für den Aktionär, auch den Minderheitsaktionär, besteht nach ganz überwiegender Ansicht in Rechtsprechung und Literatur eine Treuepflicht sowohl gegenüber der Gesellschaft als auch gegenüber den Mitaktionären. Daher hat der Aktionär auch bei Abstimmungen in einem gewissen Umfang die Interessen der Gesellschaft zu berücksichtigen. Dabei hängt allerdings die Reichweite der Pflicht zur Rücksichtnahme von dem Maß des Einflusses ab, den der einzelne Aktionär nehmen kann. Infolgedessen stellt sich für Minderheitsaktionäre die Frage nach der Bindung des Stimmverhaltens auf Grund von Treuepflichten in der Regel nur, wenn sie allein oder gemeinsam mit anderen, gleichgerichtet handelnden Aktionären die Hauptversammlungsmehrheit oder ein Quorum zur Durchsetzung bestimmter Minderheitenrechte oder zur Verhinderung bestimmter Beschlüsse erreichen. Teilweise wird die Treubindung allerdings verneint oder eingeschränkt, wenn eine solche Position nur zufällig erreicht wird, weil mehrere Aktionäre ohne Koordination untereinander gleichgerichtet abstimmen (“Zufallsperrminorität”). Hier fehle es an einem gemeinsamen Willen, bei dessen Bildung die Treubindung beachtet werden könne, sondern es handele sich um im Ergebnis übereinstimmende selbstständige Entscheidungen. Es erscheint jedoch fraglich, ob die Treuepflicht-widrigkeit selbst tatsächlich von der Zahl der Stimmen bzw. einer Koordinierung einer bestimmten Anzahl von Stimmen abhängig ist. Die Treuepflicht besteht für jeden Aktionär, von der Zahl der Stimmen wird nur die Kausalität zwischen Treuwidrigkeit und Schadensver-sachung beeinflusst.*”

30. De norm van het onder eigen verantwoordelijkheid leiding geven aan de vennootschap door de Vorstand gaat terug op het AktG 1937. De daaraan voorafgaande wettelijke regeling van de AG in het HGB ging nog uit van het model waarin de Generalversammlung (voorloper van de Hauptversammlung) nog de uiteindelijke beslissingsbevoegdheid had over de Leitung. Zie K.J. Hopt & H. Wiedemann (reds.), *Großkommentar AktG*, 4e Druk: Berlin: De Gruyter 2003, §76 nr. 5 (Kort).

31. In deze zin MünchHdb AG 2007, §19 nr. 14 (Wiesner) en MünchKomm AktG §76 nrs. 14-17 (Spindler).

breder begrip dan *Leitung* en omvat “*jedwede tatsächliche und rechtsgeschäftliche Tätigkeit für die AG*”.³² Als tegenhanger bepaalt §119 lid 2 AktG dat de *Hauptversammlung* alleen bevoegd is om over ‘*Fragen der Geschäftsführung*’ te besluiten wanneer een dergelijk besluit door de *Vorstand* van de *Hauptversammlung* wordt gevraagd. In deze twee bepalingen ligt een belangrijke begrenzing van de positie van aandeelhouders besloten: zaken met betrekking tot de bedrijfsvoering zijn per definitie aan de bevoegdheden van de *Hauptversammlung* onttrokken.³³ De *Hauptversammlung* kan ook niet actief de beslissingsbevoegdheid ten aanzien van bepaalde onderwerpen op grond van §119 lid 2 AktG naar zich toe trekken, vereist is dat de *Vorstand* hier zelf actief om vraagt.³⁴ Wat betreft strategische aangelegenheden vormen de dwingendrechtelijke bevoegdheden van de *Hauptversammlung* om te besluiten over bepaalde structuurwijzigingen en statutenwijzigingen de buitengrenzen van de bevoegdheden van de *Vorstand*, aangevuld met de *Holz Müller/Gelatine* gevallen waarin de *Vorstand* besluiten neemt die naar doel en strekking tot de bevoegdheden van de *Hauptversammlung* gerekend moeten worden. Binnen deze grenzen is de *Vorstand* bevoegd om onder toezicht van de *Aufsichtsrat* concreet gestalte te geven aan zijn ‘*Leitungsaufgabe*’. De *Vorstand* heeft ten opzichte van de *Hauptversammlung* dus dwingendrechtelijk een autonome positie.³⁵

Bij de *Leitungsaufgabe* van de *Vorstand* op grond van §76 AktG hoort ook een zekere mate van ‘*Leitungsermessen*’. Hierin ligt een ander wezenlijk kenmerk van het Duitse ondernemingsrecht voor AG’s besloten, namelijk de oriëntatie van de doelstelling van de vennootschap – en daarmee van de bestuurstaak van de *Vorstand* – op pluralistische belangen (‘*interessenplurale Zielkonzeption*’).³⁶ Bij de vervulling van zijn *Leitungsaufgabe* heeft de *Vorstand* zich naar de heersende leer niet alleen naar de belangen van aandeelhouders te richten, maar ook

32. Hüffer/Koch 2016, §76 nr. 8.

33. Ook op dit punt is de in §119 lid 1 AktG voorziene mogelijkheid van een nadere statutaire regeling praktisch gezien weinig relevant gelet op het dwingendrechtelijk karakter van de bevoegdheidsverdeling in het AktG. Zie MünchHdb AG 2007, §34 nr. 5 (Semler).

34. Hüffer/Koch 2016, §119 nr. 11-13.

35. In beschrijvingen over de bevoegdheidsverdeling tussen *Vorstand* en *Aufsichtsrat* in Duitse AG’s wordt in de Nederlandse literatuur wel eens gesproken over het “*Führerprinzip*”. Zie bijvoorbeeld Bloembergen 1943, p. 99-106, M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Boekbespreking: concernbeleid en aansprakelijkheid (mr. S.M. Bartman)’, *WPNR* 1990 (5959), p. 291 en Van der Schee 2011, p. 206. Deze aanduiding, door de moderne schrijvers voorgesteld als Duitse equivalent van het begrip bestuursprimaat, is niet zuiver. Het *Führerprinzip* was een overkoepelend begrip binnen het nationaal-socialistisch gedachtegoed dat strekte tot de concentratie van alle (staats)macht bij één persoon. Over de vraag in hoeverre de bevoegdheidsverdeling tussen *Vorstand* en *Hauptversammlung* zoals neergelegd in het AktG 1937 door het *Führerprinzip* is beïnvloed, bestaat in de Duitse rechtswetenschap nog altijd discussie. Zie Hüffer/Koch 2016, §76 nr. 26 met literatuurverwijzingen.

36. Hüffer/Koch 2016, §76 nr. 28, MünchKomm AktG, §76 nrs. 63-67 (Spindler), MünchHdb AG 2007, §19 nrs. 20-24 (Wiesner).

naar andere relevante belangen zoals die van werknemers en het algemeen belang (*'Gemeinwohl'*).³⁷ Naar heersende leer wordt aangenomen dat de belangen van crediteuren – anders dan naar Nederlands recht – geen prominente plaats in deze belangenafweging innemen,³⁸ maar hier staat tegenover dat crediteuren wettelijke bescherming genieten door de regels rond kapitaalbescherming en door de strikt geformuleerde wettelijke plichten van de Vorstand in geval van *'Zahlungsunfähigkeit'* of *'Überschuldung'*.³⁹ Net als naar Nederlands recht met betrekking tot het vennootschappelijk belang het geval is, geldt ook bij de Duitse interessenplurale Zielkonzeption dat het recht niet bepaalt wat de relevante deelbelangen zijn en ook geen rangorde tussen de verschillende deelbelangen voorschrijft. Als zodanig is het de plicht – en het recht – van de Vorstand om de verschillende deelbelangen te identificeren en tegen elkaar af te wegen.⁴⁰ In dit kader wordt ook wel van het begrip *'Unternehmensinteresse'* gesproken. Helemaal onbepaald is deze richtsnoer niet; als buitengrens van het Leitungsermessen wordt aangenomen dat de Vorstand gehouden is om in ieder geval te zorgen voor de continuïteit en een duurzame rentabiliteit van de onderneming.⁴¹ De pluralistische belangenoriëntatie vormt samen met het stelsel van rechtstreekse participatie van werknemers op het niveau van de Aufsichtsrat de ondernemingsrechtelijke vertaling van het Duitse maatschappelijk arrangement dat doorgaans wordt aangeduid als het 'Rijnlandse model' (zie §7.2.2 hierna).⁴²

Een andere inperking van de positie van aandeelhouders volgt uit de dualistische structuur van de *'Verwaltung'* (Vorstand en Aufsichtsrat) van de AG. Zoals hiervoor opgemerkt heeft de Hauptversammlung alleen benoemings- en ontslagbevoegdheden ten aanzien van de leden van de Aufsichtsrat (voor zover het leden betreft die niet op grond van de toepasselijke wettelijke medezeggenschapsregelingen vanuit de werknemersvertegenwoordigers zijn benoemd). Leden van de Vorstand kunnen alleen door de Aufsichtsrat worden ontslagen (§84 lid 3 AktG). Ontslag van een lid van de Vorstand is op grond van §84 lid 3 AktG alleen toegestaan wanneer hiervoor een gewichtige reden (*'wichtiger*

37. Nuancerend ten aanzien van de richtsnoer van *Gemeinwohl* is MünchKomm AktG, §76 nrs. 60-61 (Spindler) die erop wijst dat de oorspronkelijke formulering van §70 AktG 1937 dat de *Leitungsaufgabe* op een wijze uitgeoefend diende te worden "*wie das Wohl des Betriebes und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern*" in 1965 is geschrapt en dat er naar geldend AG-recht geen voor de Vorstand bindende *'Gemeinwohlklausel'* bestaat.

38. Hüffer/Koch 2016, §76 nr. 28.

39. Zie §92 lid 2 AktG en §15a van de Insolvenzordnung.

40. MünchKomm AktG, §76 nr. 63 (Spindler), Hüffer/Koch 2016, §76 nr. 33.

41. MünchKomm AktG, §76 nr. 69, Hüffer/Koch 2016, §76 nr. 34.

42. Zie bijvoorbeeld M. Albert, *Capitalism versus Capitalism*, vertaling (origineel in het Frans: *Capitalisme contre capitalisme*) New York: Four Walls Eight Windows 1993, p. 99-126.

Grund’) bestaat.⁴³ De ratio voor dit wettelijk vereiste is om te voorkomen dat een lid van de Vorstand in een afhankelijkheidspositie komt te verkeren die niet in overeenstemming is met de wettelijke Leitungsaufgabe van §76 AktG.⁴⁴ Als voorbeelden van gewichtige redenen noemt §84 lid 3 AktG onder meer een grove schending van de bestuurstaak (vgl. in dit verband ook de plicht tot behoorlijk en zorgvuldig bestuur van §93 lid 1 AktG) en het opzeggen van het vertrouwen in het lid van de Vorstand door de Hauptversammlung (‘*Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung*’).⁴⁵ De laatstgenoemde zin wekt op het eerste gezicht de indruk dat de Hauptversammlung ondanks het gebrek aan een formele ontslagbevoegdheid wel degelijk effectief op het ontslag van leden van de Vorstand kan aansturen. Praktisch gezien ligt dat echter anders. Voor een vertrouwensopzegging in de zin van §84 lid 3 AktG is in beginsel een expliciet daartoe strekkend besluit van de Hauptversammlung vereist,⁴⁶ wat op zijn beurt weer een expliciet agendapunt op een deugdelijk bijeengeroepen Hauptversammlung vergt. Een vertrouwensopzegging door de Hauptversammlung kan dus pas plaatsvinden wanneer de nodige formele obstakels (zie hierna) zijn genomen, iets wat met name bij beursgenoteerde AG’s in de praktijk niet eenvoudig zal zijn.

Een laatste beperking van de positie van aandeelhouders in Duitse AG’s betreft de gebondenheid van de Hauptversammlung aan de grenzen van de haar bij wet toegekende bevoegdheden. Zoals hiervoor opgemerkt geeft het AktG een uitputtende opsomming van de bevoegdheden van de Hauptversammlung, wederom met uitzondering van de door de *Holz Müller/Gelatine* doctrine bestreken gevallen. Deze beperking werkt ook door in het functioneren van de

43. Naast het vereiste van een gewichtige reden voor het beëindigen van de vennootschapsrechtelijke betrekking op grond van §84 lid 3 AktG is een separate vraag of in een voorkomend geval ook een gewichtige redenen voor beëindiging van de contractuele rechtsbetrekking (het ‘*Anstellungsvertrag*’) gegeven is. Deze beoordeling wordt beheerd door §626 lid 1 BGB. Zij leidt niet per definitie tot dezelfde uitkomst als de beoordeling onder §84 lid 3 AktG. In de praktijk kan de situatie voorkomen dat wel aan het vereiste van gewichtige redenen voor ontslag op grond van §84 lid 3 AktG is voldaan, maar dat niet is voldaan aan de vereisten voor voortijdige beëindiging van het Anstellungsvertrag op grond van §626 lid 1 BGB, wat ertoe leidt dat het betreffend voormalig lid van de Vorstand tot het einde van zijn Anstellungsvertrag nog moet worden doorbetaald. Zie Handbuch börsennotierte AG 2014, §21 nrs. 18-21 (Arnold/Günther).

44. Hüffer/Koch 2016, §84 nr. 34.

45. §84 lid 3 AktG voegt hier nog aan toe dat een vertrouwensopzegging door de Hauptversammlung niet als gewichtige reden kwalificeert wanneer de opzegging op kennelijk onzakelijke gronden is gedaan.

46. In deze zin MünchHdb AG 2007, §20 nr. 50 (Wiesner). Iets genuanceerder zijn Hüffer/Koch 2016, §84 nr. 38 en MünchKomm AktG, §84 nr. 138 (Spindler) die enige ruimte lijken te laten voor gevallen waarin een besluit tot weigering van decharge (‘*Entlastung*’) als vertrouwensopzegging geconstrueerd kan worden. Alle schrijvers benadrukken echter dat een weigering van decharge niet zonder meer als vertrouwensopzegging kwalificeert.

Hauptversammlung als orgaan van de AG. Zo zijn de convocatie- en agenderingsrechten voor minderheidsaandeelhouders op grond van het AktG (§122 leden 1 en 2 AktG) in vergelijking tot de Nederlandse equivalenten van artikel 2:110/111 BW respectievelijk artikel 2:114a BW weliswaar gunstiger geformuleerd met lagere toegangsdrempels en kortere termijnen, maar het toepassingsbereik van deze bevoegdheden is beperkt tot aangelegenheden waartoe de Hauptversammlung op grond van het AktG bevoegd is te beraadslagen of te besluiten.⁴⁷ Hiermee is de mate waarin aandeelhouders in AG's proactief besluitvorming over strategische onderwerpen kunnen initiëren zeer beperkt.

7.2.2 *Hervormingen in het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen (1998-)*

In de periode vanaf het einde van de Tweede Wereldoorlog tot begin jaren '90 was de West-Duitse economie internationaal gezien zeer succesvol. West-Duitse industriële ondernemingen hadden wereldwijd een vooraanstaande positie als exporteurs van hoogwaardige producten terwijl de loonstandaard voor werknemers van Duitse ondernemingen internationaal gezien op een relatief hoog niveau lag.⁴⁸ In dezelfde periode ontstond in West-Duitsland een sociale markteconomie ('*Soziale Marktwirtschaft*' naar het model van Erhard) met eigen typische kenmerken.⁴⁹ Een van de institutionele kenmerken van deze typische Duitse vorm van kapitalisme was de inrichting van Duitse ondernemingen.

47. Vgl. met betrekking tot het convocatierecht bijvoorbeeld MünchKomm AktG, §122 nr. 15 (Kubis): "*Da das Verlangen nach Abs. 1 S. 1 auf eine Behandlung bestimmter Gegenstände durch die Hauptversammlung gerichtet ist, kann es nur dann eine Einberufungspflicht des Vorstands auslösen, wenn die Hauptversammlung hierfür eine aktienrechtliche Zuständigkeit besitzt. Damit ist jedwedes Verlangen nach einer Befassung der Hauptversammlung mit Beschluss- oder Beratungsgegenständen, die in die Kompetenz von Vorstand oder Aufsichtsrat fallen, bedeutungslos und damit unbeachtlich. Dies gilt insbesondere für ein Minderheitsverlangen, das auf die Befassung der Hauptversammlung mit Geschäftsführungsfragen zielt.*" Zie ibid §122 nr. 35 voor de koppeling van dezelfde norm naar het agenderingsrecht van §122 lid 2 AktG. Zie voorts MünchHdb AG 2007, §35 nr. 16 (Semler): "*Die Minderheit hat das Recht auf Einberufung der Hauptversammlung nur zu Behandlung solcher Gegenstände, für die die Hauptversammlung zuständig ist. Ausgeschlossen ist deshalb ein Minderheitsverlangen auf Einberufung der Hauptversammlung zur Entscheidung über Geschäftsführungsfragen (...) Auch zur Behandlung und eventuellen Beschlussfassung über die Vornahme von Geschäftsführungsmaßnahmen, die nach der Holz Müller-Doktrin (...) der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen, kann das Einberufungsverlangen nicht gestellt werden. Der Vorstand hat zu entscheiden, ob er solche Maßnahme treffen will und muss dann bejahendenfalls die Zustimmung der Hauptversammlung einholen. Dagegen kann nicht die Hauptversammlung die Initiative an sich ziehen.*"

48. Hierover W. Streeck, 'German Capitalism: does it exist, can it survive?', Kellogg Institute for International Studies working paper nr. 218, 1996, te raadplegen via <<http://www.ssm.com>>, p. 1-4.

49. Albert 1993, p. 100-124.

Volgens de Duitse socioloog Streeck moesten Duitse ondernemingen als sociale instituties worden beschouwd waarbij de inrichting van deze instituties als een zaak van publiek belang werd gezien.⁵⁰ Deze oriëntatie was niet alleen zichtbaar in het arrangement tussen het bedrijfsleven en werknemers (dat naast de hiervoor beschreven rechtstreekse vertegenwoordiging van werknemers in de Aufsichtsräte van grote ondernemingen ook werd gekenmerkt door een sterke positie van vakbonden en een dynamiek van collectieve onderhandelingen tussen werkgevers- en werknemersorganisaties), maar ook in de wijze waarop Duitse ondernemingen waren gefinancierd. De belangrijkste bron van financiering voor veel grote Duitse ondernemingen was niet eigen vermogen dat via kapitaalmarkten werd aangetrokken, maar vreemd vermogen in de vorm van langlopende bancaire financieringen.⁵¹ Een gevolg hiervan was dat het Duitse bedrijfsleven en het Duitse (groot)bankwezen in een wederzijdse afhankelijkheidsrelatie ten opzichte van elkaar verkeerden (zie ook hierna). Een ander gevolg was dat de ‘open’ beursgenoteerde AG niet de standaard-rechtsvorm voor Duitse ondernemingen van enige omvang was. Veel grote ondernemingen werden – en worden nog steeds – in besloten of semi-besloten verhoudingen gedreven.⁵²

Ook bij Duitse beursgenoteerde AG's was sprake van een zekere beslotenheid in de kring van aandeelhouders. Dit kwam in het bijzonder tot uiting in de substantiële minderheidsbelangen die de Duitse grote banken (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank) en verzekeraars (Allianz, Munich Re) historisch gezien in de grote Duitse beursgenoteerde ondernemingen hielden.⁵³ Als het op stemmen in de aandeelhoudersvergadering aankwam, hadden de grote Duitse banken een nog sterkere positie. In aanvulling op hun eigen kapitaalbelangen konden banken ook stemmen uitbrengen op aandelen die werden gehouden door aan de bank gelieerde beleggingsfondsen en op aandelen die door aandeelhouders bij de bank in depot waren gegeven en waarvoor geen steminstructie

50. Streeck 1996, p. 5.

51. Ibid.

52. Omgekeerd waren en zijn er ook nog steeds Duitse beursgenoteerde ondernemingen die niet in de rechtsvorm van een AG, maar in plaats daarvan bijvoorbeeld in de vorm van een Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) worden gedreven. Voorbeelden zijn Merck KGaA en Henkel KGaA. Ook meer exotische vormen zoals de SE & Co. KGaA komen tegenwoordig voor, bijvoorbeeld bij Bertelsmann en Fresenius. De hiernavolgende analyse is omwille van de overzichtelijkheid van de te maken rechtsvergelijking evenwel beperkt tot beursgenoteerde AG's.

53. Een studie van Becht en Boehmer uit 1999 vermeldt op een totaal van 430 beursvennootschappen 27 substantiële minderheidsbelangen van Deutsche Bank, 25 van Allianz en voor Dresdner Bank, Munich Re en VIAG elk 14. Zie M. Becht & E. Boehmer, 'Transparency and Ownership and Control in Germany', ECGN Working Paper ULB / Humboldt 1999, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>, p. 38 en 79.

was afgegeven. Hierdoor konden banken een disproportionele mate van zeggenschap uitoefenen in de aandeelhoudersvergaderingen van beursvennootschappen met een relatief verspreid aandelenbezit.⁵⁴ Deze banken waren vaak de belangrijkste crediteuren van de betreffende ondernemingen en hadden ook vaak vertegenwoordigers benoemd in de Aufsichtsräte van deze ondernemingen.⁵⁵ Naast financiële instellingen hielden ook families en industriële ondernemingen substantiële minderheidsbelangen in Duitse beursvennootschappen, waarbij ook sprake was van een netwerk van 'Kreuzbeteiligungen'. Als zodanig was het Duitse grote bedrijfsleven in aanzienlijke mate onderling verweven, een situatie die ook wel werd aangeduid als 'Deutschland AG'.⁵⁶

Niet alleen was de controlerend minderheidsaandeelhouder, in de Engelstalige literatuur ook wel aangeduid als 'blockholder', een veelvoorkomend verschijnsel in Duitse beursvennootschappen, ook de gemiddelde omvang van het door een blockholder gehouden aandelenbelang was aanzienlijk. In een studie op basis van gegevens uit 1990 bleek dat 85% van de 171 onderzochte Duitse industriële beursondernemingen een blockholder met tenminste 25% van de stemrechten in het aandeelhoudersbestand had.⁵⁷ Met het gebruik van variabele stemrechtarrangementen en ondoorzichtige holdingstructuren⁵⁸ kon de

-
54. Zo kwamen Baums en Fraune in een onderzoek uit 1995 op basis van gegevens over aandeelhoudersvergaderingen in 1992 tot de conclusie dat Duitse banken bij de 24 grootste beursvennootschappen waarvan meer dan 50% van de aandelen verspreid werd gehouden gemiddeld 84% van de stemrechten op de ter vergadering aanwezige of vertegenwoordigde aandelen konden uitoefenen terwijl hun eigen kapitaalbelang in deze vennootschappen gemiddeld slechts 7% bedroeg. Zie Th. Baums & C. Fraune, 'Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung', *AG* 1995, p. 97-112.
55. Ter illustratie, in 1996 bezetten vertegenwoordigers van de drie grootste Duitse banken 37 van de 231 beschikbare zetels voor aandeelhoudersvertegenwoordigers in de Aufsichtsräte van de DAX 30 grootste Duitse beursondernemingen (exclusief beursgenoteerde financiële instellingen). Zie Th. Baums, 'Corporate Governance in Germany: system and recent developments', Working Paper Universität Osnabrück 1999, te raadplegen via <<http://www.srn.com>>, p. 10.
56. Zie over de strekking en ontstaansgeschiedenis van dit begrip de inleiding van Streeck en Höpner in W. Streeck & M. Höpner (reds.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung Köln reeks nr. 47, Frankfurt: Campus Verlag 2003, p. 15-17.
57. Franks/Mayer 2000, p. 6 en 46. Bij 57% van de onderzochte beursondernemingen hield de blockholder zelfs de meerderheid van de stemrechten, terwijl in 22% van de gevallen de blockholder weliswaar niet de meerderheid van de stemrechten hield, maar wel een dusdanig groot belang had dat hij kon voorkomen dat een minderheid van aandeelhouders besluitvorming in de Hauptversammlung zou kunnen blokkeren.
58. Illustratief is het voorbeeld van DEPPFA zoals beschreven door Becht/Boehmer 1999, p. 83. DEPPFA stond in de Duitse registers vermeld als 40% aandeelhouder in Deutsche Pfandbrief und Hypothekenbank AG. Achter DEPPFA ging evenwel een holdingstructuur schuil waarvan het versimpeld weergegeven organigram een hele pagina besloeg. Zie ook Franks/Mayer 2000, p. 47 voor een beschrijving van de aandelenstructuur van het toenmalige Daimler-Benz AG.

positie van een blockholder in een Duitse beursvennootschap nog verder worden versterkt. Waar het Duitse ondernemingsrecht voorzag in een op papier sterke positie van de Vorstand ten opzichte van de Hauptversammlung werd de Hauptversammlung zelf in de praktijk doorgaans ook nog eens gedomineerd door een of meer blockholders. De veelvoorkomende aanwezigheid van blockholders en de verwevenheid de Duitse beursgenoteerde ondernemingen enerzijds en de grote Duitse banken anderzijds waren ook van invloed op de Duitse overname-markt. Vijandige overnames waren weliswaar juridisch gezien mogelijk, maar een overnamebod dat niet de steun had van de blockholders van de betreffende doelwitvennootschap en van de betrokken Duitse banken had praktisch gezien geen kans van slagen.⁵⁹

Tot het begin van de jaren '90 functioneerden Duitse beursgenoteerde ondernemingen grotendeels naar behoren, zowel op nationaal niveau wat betreft werkverschaffing en loonpeil als op internationaal niveau wat betreft concurrentiekracht en afzetmarkten voor de export. Vanwege de economische prestaties van Duitse beursgenoteerde ondernemingen was er in deze periode ook geen aanleiding om aan te sturen op een wijziging van het hierboven beschreven krachtenveld binnen deze ondernemingen. Begin jaren '90 begon dit beeld te kantelen. Op macroniveau kreeg de (West-)Duitse economie de kosten van de Duitse eenwording te verwerken terwijl op microniveau Duitse industriële ondernemingen duidelijk aan concurrentiekracht begonnen te verliezen ten opzichte van met name hun Amerikaanse en Japanse concurrenten.⁶⁰ Mede vanwege de relatief hoge loonkosten kwamen Duitse (beurs)ondernemingen in deze jaren financieel onder druk te staan. In de jaren erna volgde een aantal déconfitures van toonaangevende Duitse ondernemingen zoals Metallgesellschaft, Balsam en Schneider. Door deze voorvallen kwam in ondernemingsrechtelijke kringen in toenemende mate aandacht voor de kwaliteit van bestuur en toezicht binnen (grote) AG's.⁶¹ Hiermee kwam voor het eerst sinds lange tijd een mogelijke herziening van het Duitse ondernemingsrecht voor AG's op de agenda.

De Duitse wetgever zag in de hiervoor genoemde voorvallen een aanleiding tot ingrijpen. In 1997 diende de Bondsregering onder bondskanselier Kohl een wetsvoorstel in dat een jaar later zou uitmonden in het '*Gesetz zur Kontrolle und*

59. E. Boehmer, 'Corporate Governance in Germany: institutional background and empirical results', Working Paper december 1999, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>, p. 9-10.

60. Hierover in kort bestek Streeck 1996, p. 15-17.

61. Zie bijvoorbeeld M. Lutter, 'Professionalisierung der Aufsichtsräte', *NJW* 1995, p. 1133-1134 en G. Fey, 'Corporate Governance: Unternehmensüberwachung bei deutsche Aktiengesellschaften', *DStR* 1995, p. 1320-1327.

Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG).⁶² Het KonTraG was niet bedoeld als een integrale herziening van het Duitse ondernemingsrecht, maar beoogde in plaats daarvan een wijziging op deelonderwerpen in het AktG aan te brengen. Het zwaartepunt van de wetwijzigingen uit het KonTraG lag op (i) de versterking van de positie van de Aufsichtsrat, (ii) het opleggen van aanvullende verplichtingen aan de Vorstand op het gebied van risicomanagement,⁶³ en (iii) aanvullende regels ten aanzien van openbaarmakingsverplichtingen en de accountantscontrole. De positie van aandeelhouders kwam in het KonTraG minder prominent aan bod, zij het dat met het KonTraG wel een wettelijk verbod op meervoudig stemrecht (*'Mehrstimmrechte'*) en stemrechtplafonds (*'Höchststimmrechte'*) werd ingevoerd (§12 lid 2 AktG)⁶⁴ terwijl ook het proces van het stemmen door banken en andere *'Kreditinstitute'* op de door hen voor klanten gehouden aandelen aan banden werd gelegd (§135 AktG).⁶⁵ Het KonTraG hield evenwel geen geprononceerde versterking van de positie van aandeelhouders in.

Parallel aan deze eerste hervormingsinitiatieven was in twee opzichten een toename van de invloed van kapitaalmarkten op Duitse beursgenoteerde ondernemingen waarneembaar. De eerste relevante ontwikkeling was de oprichting van de zogenoemde *'Neuer Markt'* door de Deutsche Börse in 1997.⁶⁶ De Neuer Markt was bedoeld als alternatief voor de 'officiële' aandelenbeurs (*'Amtlicher Handel'*) van de Frankfurter Wertpapierbörse. Met de beduidend soepelere noteringsvereisten van de Neuer Markt probeerde de Deutsche Börse tegemoet te komen aan het in de praktijk gesignaleerde probleem dat jonge ondernemingen niet in staat waren om via een notering op de officiële markt risicodragend kapitaal aan te trekken.⁶⁷ Dit werd wenselijk geacht vanwege het in de neergaande conjunctuur gebleken gebrek aan eigen vermogen (*'Eigenkapitallücke'*)

62. Zie voor een overzicht van de belangrijkste elementen van het oorspronkelijk regeringsvoorstel B. Keller, 'Änderungen der Überwachung in Kapitalgesellschaften – Der Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich', *DStR* 1997, p. 1986-1992. Het Duitse Ministerie van Justitie had reeds in november 1996 een 'Referentenentwurf' van het KonTraG gepubliceerd.

63. Hierover specifiek Th. Kless, 'Beherrschung der Unternehmensrisiken: Aufgaben und Prozesse eines Risikomanagements', *DStR* 1998, p. 93-96.

64. Hierover MünchKomm AG, §12 nrs. 37-38 en 41-42 (Heider).

65. Hierover Baums 1999, p. 17-19.

66. O. Kersting, 'Der Neuer Markt der Deutsche Börse AG', *AG* 1997, p. 222-228.

67. Ter illustratie, in de periode tussen 1987 en 1993 vonden in Duitsland 146 beursintroducties plaats (tegen 1292 beursgangen aan de NYSE en 1106 beursgangen aan de LSE in dezelfde periode) waarbij de gemiddelde leeftijd van de ondernemingen die in Duitsland naar de beurs werden gebracht afhankelijk van de gemeten periode varieerde van 41 tot 49 jaar. Zie H.P. Burghof & A.Hunger, 'Access to stock markets for small and medium growth firms: the temporary success and ultimate failure of Germany's *Neuer Markt*', Working Paper oktober 2003, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>, p. 3.

van Duitse ondernemingen die zoals hiervoor opgemerkt in de regel hoofdzakelijk met vreemd vermogen uit bancaire kredieten waren gefinancierd.⁶⁸ In de jaren na de introductie van de Neuer Markt nam het aantal beursgangen in Duitsland – overigens ook aan de Amtlicher Markt en andere markten – explosief toe.⁶⁹

De tweede relevante ontwikkeling betrof de publieke overnamemarkt. In maart 1997 werd bekend dat het Duitse staalconcern Krupp-Hoesch AG voornemens was een vijandig overnamebod te doen op haar concurrent Thyssen AG. Krupp-Hoesch, zelf het product van een niet geheel vriendelijk verlopen fusie tussen Krupp en Hoesch in 1991, trad onder leiding van bestuursvoorzitter Cromme voor Duitse begrippen agressief op. De bestuursvoorzitter van Thyssen, Dieter Vogel, sprak van “*Wildwest-Manieren*”.⁷⁰ Wat met name opviel, was de rol van Duitse banken. Deutsche Bank en Dresdner Bank hadden voorafgaand aan de bekendmaking van de vijandige overnamepoging een krediet van in totaal DEM 18 miljard aan Krupp-Hoesch toegezegd ter financiering van de overname en hun investment banks, Deutsche Morgan Grenfell en Dresdner Kleinwort Benson, traden op als financieel adviseur van Krupp-Hoesch. Het plan was dat Krupp-Hoesch de kosten van de vijandige overname deels terug zou verdienen via de verkoop van bepaalde deelnemingen van Thyssen tot een bedrag van DEM 9 miljard. Twee bestuursleden van Deutsche Bank en Dresdner Bank waren evenwel ook lid van de Aufsichtsrat van Thyssen. De bekendmaking van de voornemens van Krupp-Hoesch leidde tot felle reacties vanuit de werknemers en politiek. Opvallend genoeg waren deze reacties in belangrijke mate niet tegen Krupp-Hoesch, maar tegen de banken gericht.⁷¹ Uiteindelijk zag Krupp-Hoesch onder druk af van haar voornemen tot het doen van een vijandig overnamebod, waarna gesprekken tussen Krupp-Hoesch en Thyssen in het najaar van 1997 alsnog leidden tot een wederzijds ondersteund fusieakkoord. In de publieke opinie markeerde het optreden van Deutsche Bank en Dresdner Bank rond de vijandige overnamepoging een waterscheiding in de perceptie van de overnamemarkt. Waren de Duitse grootbanken van oudsher de partijen die optraden om een ongewenste overname van een Duitse onderneming te verhinderen, nu waren zij juist de partijen die actief en voor eigen gewin meehielpen

68. Ibid, p. 1-2.

69. Ibid, p. 9-10.

70. Zie ‘Thyssen kämpft gegen Fusion mit Krupp’, *Die Welt* 19 maart 1997.

71. Zie het verslag van een grootschalige demonstratie van vakbond IG Metall voor het kantoor van Deutsche Bank in ‘Krupp smeedt overname om tot samenwerking’, *Volkskrant* 25 maart 1997.

aan een vijandige overname die tot een groot verlies van banen zou hebben geleid. Commentatoren van *Die Zeit* constateerden in een beschouwing naar aanleiding van de Krupp-Thyssen casus dat het idee van 'Deutschland AG' in toenemende mate onder druk was komen te staan.⁷²

De politieke en beleidsmatige beweging om tot hervormingen in het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen te komen kreeg eind 1999 een nieuwe impuls door de dreigende deconfiture van Philipp Holzmann AG. Holzmann, een beursgenoteerde AG, was met wereldwijd 60.000 werknemers de grootste bouwonderneming van Duitsland en speelde ook internationaal gezien een rol van betekenis in de bouwbranche. Sinds eind jaren '80 had Holzmann een agressieve strategie van nationale en internationale expansie nagestreefd. Hierdoor was in de loop van de jaren een schuldpositie van DEM 3,2 miljard ontstaan. Begin november 1999 maakt Holzmann bekend dat haar schuldpositie nog eens DEM 2,4 miljard hoger zou uitvallen vanwege de ontdekking van tot dan toe onbekende verplichtingen. Deze extra verplichtingen leidden onmiddellijk tot een situatie van '*Überschuldung*'. In de dagen erna werd tussen de betrokken banken onderhandeld over een noodkrediet van DEM 3,5 miljard, maar uiteindelijk konden de banken het over de laatste DEM 600 miljoen van het benodigde pakket niet eens worden. Holzmann werd uiteindelijk op initiatief van bondskanselier Gerhard Schröder gered van een faillissement. Schröder bracht eind november 1999 vertegenwoordigers van alle betrokken banken terug aan de onderhandelingstafel en wist de onderhandelingen met een toezegging van DEM 250 miljoen aan kredieten en garanties vanuit de Duitse staat vlot te trekken. Op 26 november 1999 sprak Schröder op het hoofdkantoor van Holzmann de beroemde zin uit: "*Lieber Freunde, wir haben es geschafft.*"⁷³

De Holzmann-casus maakte duidelijk dat de met het KonTraG doorgevoerde wetswijzigingen niet afdoende waren. In mei 2000 besloot de Duitse regering tot het instellen van een '*Regierungskommission 'Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle -Modernisierung des Aktienrechts'*', ook wel verkort aangeduid als de '*Regierungskommission Corporate Governance*'. Op 10 juli 2001 publiceerde de Regierungskommission Corporate Governance een lijvig rapport met maar liefst 329 concrete voorstellen.⁷⁴ De

72. M. Müller & O. Schumacher, 'Krupp/Thyssen: erstmals waren die Banken offen auf Seiten des Angreifers', *Die Zeit* 28 maart 1997.

73. Feiten en citaat ontleend aan M. Priem, 'Finanzkrise der Philipp Holzmann AG', *Krisennavigator* juli 2001, bron: <<http://www.krisennavigator.de>>.

74. Regierungskommission Corporate Governance, *Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts*, Köln: Otto Schmidt Verlag 2001, Deutscher Bundestag Drucksache 14/7515 (14 augustus 2001). Zie voor een bespreking W.J. Slagter, 'Prof.dr. H.c. Theodor Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 164-166.

HOOFDSTUK 7

commissie stond onder voorzitterschap van hoogleraar ondernemingsrecht Baums. Zij bestond uit 23 leden en was breed samengesteld uit vertegenwoordigers vanuit de overheid, het bedrijfsleven, de beurs en de wetenschap.⁷⁵ Daarnaast hadden ook de voorzitters van de grootste Duitse vakbond IG Metall en de Duitse belangenvereniging voor particuliere aandeelhouders (*‘Deutsche Schützvereinigung für Wertpapierbesitz’* ofwel DSW) zitting in de commissie.

De oorspronkelijke taakopdracht die bondskanselier Schröder de Regierungskommission Corporate Governance bij haar instelling in mei 2000 had meegegeven, was nog relatief bescheiden geformuleerd: *“Die Kommission soll sich aufgrund der Erkenntnisse aus dem Fall Holzmann mit möglichen Defiziten des deutschen Systems der Unternehmensführung und -kontrolle befassen. Darüber hinaus soll sie im Hinblick auf die durch Globalisierung und Internationalisierung der Kapitalmärkte sich vollziehenden Wandels unserer Unternehmens- und Marktstrukturen Vorschläge für eine Modernisierung unseres rechtlichen Regelwerkes unterbreiten.”*⁷⁶ Op 21 juni 2000 publiceerde het Bundeskanzleramt een aanvullende opdracht aan de Regierungskommission Corporate Governance. Deze opdracht was geabstraheerd van de Holzmann-casus en aanzienlijk ambitieuzer geformuleerd: *“Die Bundesregierung will mit diesem Schritt den Finanzplatz Deutschland stärken, die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen weiter verbessern und die Chancen der Internationalisierung der Märkte sowie der rasanten Entwicklung von Informations- und Kommunikationstechnologien nutzen. Das deutsche System der Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle soll in seinen Stärken ausgebaut und mögliche Defizite behoben werden, um im Wettbewerb der Corporate Governance Systeme eine führende Rolle zu behaupten. Ziel der Arbeit ist nicht ein Ausbau der Regulierung, sondern deren Anpassung. Es geht dabei um nicht weniger als eine Neujustierung des Verhältnisses von staatlichem Ordnungsrahmen und Instrumenten der Selbstregulierung.”*⁷⁷

In tegenstelling tot de oorspronkelijke doelstelling, die vooral de indruk wekte van een ‘lessons learned’ exercitie ten aanzien van de gebleken tekortkomingen in bestuur en toezicht in het geval van Holzmann, had de herziene doelstelling

75. Voorafgaand aan de instelling van de Regierungskommission Corporate Governance was een deel van haar leden al betrokken bij een initiatief op het gebied van corporate governance dat Baums vanuit zijn leerstoel aan de Goethe-Universität te Frankfurt was begonnen. In dezelfde periode was in Berlijn een soortgelijk gezelschap rond Von Werder (hoogleraar TU Berlin) actief geworden. Uiteindelijk is het werk van de Frankfurt-groep van Baums voortgezet via de Regierungskommission Corporate Governance. Zie over deze voorgeschiedenis G. Volk, ‘Deutsche Corporate Governance-Konzepte’, *DSiR* 2001, p. 412-416.

76. Regierungskommission Corporate Governance 2001, p. 3.

77. Ibid.

die nog geen maand later werd gepubliceerd vooral een positieve lading. In zekere zin liep de opdracht aan de Regierungskommission qua thema's en strekking vooruit op de opdracht die eurocommissaris Bolkestein een jaar later aan de High Level Group of Company Law Experts zou geven (zie §5.2).⁷⁸ Van de gebruikte formuleringen, bijvoorbeeld het spreken over *mogelijke* tekortkomingen (“*mögliche Defiziten*”) in plaats van over *gebleken* tekortkomingen en het benadrukken van de kansen die de internationale concurrentiestrijd zou bieden, ging op het eerste gezicht ook een zekere kracht uit. Hetzelfde gold voor de bewering dat Duitsland in de internationale concurrentiestrijd op het gebied van corporate governance “*eine führende Rolle*” zou gaan innemen. De aanzet tot een integrale herbeoordeling van het AG-recht was echter niet vanuit een positie van kracht ingegeven. De Duitse economie verkeerde in de jaren rond de eeuwwisseling in een slechte staat. Vanwege de economische groei die in de jaren vanaf 1995 structureel één procent onder het gemiddelde van de andere EMU-landen uitkwam, een structurele werkloosheid van meer dan 10% van de beroepsbevolking en een zeer hoge staatschuld werd Duitsland in 1999 “*the sick man of the euro*” genoemd.⁷⁹ De rood-groene regeringscoalitie van SPD en Die Grünen onder bondskanselier Schröder voerde vanaf 1999 een beleid dat enerzijds op het doorvoeren van bezuinigingsmaatregelen en anderzijds op het implementeren van structurele hervormingen was gericht.⁸⁰ Een integrale herziening van het kader van wet- en regelgeving met betrekking tot het functioneren van Duitse grote ondernemingen paste goed in deze beleidsagenda.

Zoals hiervoor al is opgemerkt bevatte het rapport van de Regierungskommission een groot aantal aanbevelingen. Veel van deze aanbevelingen waren van technisch-juridische aard. Zij behelsden concrete voorstellen tot het doorvoeren van relatief geringe wijzigingen in specifieke bepalingen van het AktG. De grondtrekken van het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen (zie §7.2.1) werden echter niet ter discussie gesteld.⁸¹ De Regierungskommission Corporate Governance liet zich dan ook niet in normatieve termen uit over

78. In deze zin ook Slagter 2003, p. 164.

79. ‘The sick man of the euro’, *Economist* 3 juni 1999.

80. Schröder vatte zelf de situatie als volgt samen in een concept-toespraak ten behoeve van een begrotingsdebat in de Bundestag in september 1999: “*Klar haben alle gesündigt. Auch wir, (...) weil wir zu lange an die Lösbarkeit der Probleme im nationalen Maßstab geglaubt haben. Keine Chancen des Ausweichens mehr; weil die Zahlen klar sind. 1,5 Bio. Schulden, 82 Mrd. Mark Zinsen, 150.000 DM jede Minute. Deshalb [ist] Handeln unumgänglich. Für jede Regierung. Es geht um die Politikfähigkeit unseres Gemeinwesens, um Rückgewinnung nationaler und internationaler Handlungsfähigkeit.*” Opgetekend in G. Schöllgen, *Gerhard Schröder, die Biografie*, München: Deutsche Verlags-Anstalt 2015, p. 423.

81. Dit was voor een deel terug te voeren op de in overleg met het Bundeskanzleramt gemaakte afspraak dat de Regierungskommission zich niet zou bezighouden met het systeem van werknemersmedezeggenschap. Zie Regierungskommission Corporate Governance 2001, p. 5.

de verhouding tussen de verschillende organen binnen (beurs-)AG's in het algemeen of over de positie van aandeelhouders in het bijzonder. De voorstellen van de commissie met betrekking tot de positie van aandeelhouders lagen dan ook grotendeels in een rechtstreeks verlengde van de bestaande rechten en bevoegdheden van aandeelhouders op grond van het AktG. Een uitzondering betrof het voorstel van de Regierungskommission Corporate Governance om voor minderheidsaandeelhouders een vorm van afgeleide actie open te stellen om in rechte nakoming te vorderen van aanspraken van de AG tegen leden van de Vorstand en/of Aufsichtsrat op schadevergoeding of anderszins.⁸² Een andere uitzondering werd gevormd door de voorstellen rond de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor het doen van misleidende mededelingen aan de markt en in het verlengde hiervan de voorstellen om een collectieve actie voor beleggers voor het te gelde maken van deze vorderingen mogelijk te maken.⁸³ Deze voorstellen waren ingegeven door de schandalen in 2000 en 2001 rond enkele jonge beursondernemingen die aan de Neuer Markt waren genoteerd.⁸⁴ Voor het overige waren de voorstellen van de Regierungskommission Corporate Governance met betrekking tot aandeelhouders weinig spectaculair.

De voorstellen van de Regierungskommission Corporate Governance lijken niet door normatieve overwegingen, maar vooral door pragmatische overwegingen te zijn gedreven. De voorstellen met betrekking tot aandeelhouders gingen niet allemaal in de richting van een versterking van hun positie. Zo waren de wijzigingen die de Regierungskommission ten aanzien van de regeling van de 'Anfechtungsklage' waarmee aandeelhouders op vernietiging van een besluit van de Hauptversammlung konden aansturen deels erop gericht om de regeling beter bruikbaar te maken, maar voor een belangrijk deel ook om nadere beperkingen aan te brengen teneinde misbruik tegen te gaan.⁸⁵ Ook besloot de Regierungskommission Corporate Governance om in weerwil van nadrukkelijke

82. Ibid, p. 51-53. Overigens behelste dit voorstel weliswaar een nieuw recht voor aandeelhouders, maar in zekere zin bouwde de Regierungskommission Corporate Governance ook hier voort op reeds bestaande wettelijke regels. Op grond van het toenmalige §147 lid 1 AktG kon de Hauptversammlung bij meerderheidsbesluit de AG dwingen om stappen te nemen tot het incasseren van vorderingen van de AG op de leden van haar organen. Het KonTraG had met §147 lid 2 AktG al een regeling geïntroduceerd op grond waarvan een gekwalificeerde minderheid van aandeelhouders kon aansturen op het aanstellen van een bijzondere vertegenwoordiger ('besondere Vertreter') om de desbetreffende vorderingen van de AG te innen. Deze regeling had als doel een oplossing te bieden voor de tegenstrijdig belangproblematiek die binnen de Vorstand en Aufsichtsrat zou kunnen spelen. Het voorstel van de Regierungskommission om een gekwalificeerde minderheid van aandeelhouders zelf het recht te geven om vorderingen van de AG op de leden van haar organen te incasseren was zo gezien de logische volgende stap in deze ontwikkeling.

83. Ibid, p. 85-90.

84. Ibid, p. 85. Hierover Burghof/Hunger 2003, p. 18-19.

85. Regierungskommission Corporate Governance 2001, p. 76-81.

verzoeken vanuit de praktijk en de wetenschap geen uitbreiding van §119 AktG met een goedkeuringsrecht van aandeelhouders ten aanzien van majeure transacties in de zin van de Holz Müller-doctrine voor te stellen.⁸⁶ Met betrekking tot de Vorstand en de Aufsichtsrat deed de Regierungskommission Corporate Governance ook gebalanceerde voorstellen. Zo stond tegenover de voorstellen om minderheidsaandeelhouders de mogelijkheid van een afgeleide actie tegen leden van de Vorstand te geven het voorstel om voor de Vorstand juist een Duitse variant op de ‘*business judgment rule*’ in §93 AktG op te nemen.⁸⁷ Alles overziende bleef de Regierungskommission Corporate Governance in haar rapport niet alleen weg van normatieve beschouwingen over de positie van aandeelhouders, maar ook van het doen van voorstellen die tot een materiële verschuiving in de juridische positie van aandeelhouders zouden leiden.

Ook op het punt van deregulering hanteerde de Regierungskommission Corporate Governance een pragmatische insteek. Dit kwam ook duidelijk tot uiting in de voorstellen van de commissie ten aanzien van het opstellen van een Duitse corporate governance code.⁸⁸ De Regierungskommission Corporate Governance stelde concreet een Duitse code naar Brits voorbeeld op basis van een ‘comply or explain’ mechanisme voor, maar benadrukte daarbij wel dat de Duitse wetgeving al in grote lijnen voldeed aan de eisen die internationale codes zoals de OECD Principles of Corporate Governance 1999 aan de governance van beursgenoteerde ondernemingen stelden. Een Duitse code zou volgens de commissie vooral een meerwaarde hebben als verkorte weergave van de toepasselijke wet- en regelgeving in een vorm waarmee internationale beleggers uit de voeten zouden kunnen.⁸⁹ Daarnaast zag de Regierungskommission Corporate Governance waarde in een code als levend instrument van zelfregulering

86. Ibid, p. 55-57.

87. Ibid, p. 50-51. Het voorstel van de Regierungskommission Corporate Governance betrof in wezen een voorstel tot codificatie van de reeds in 1997 door het Bundesgerichtshof geformuleerde rechtsregel in de uitspraak *ARAG/Garmenbeck*. Zie BGH 21 april 1997, *NJW* 1997, 1926 (*ARAG/Garmenbeck*).

88. Regierungskommission Corporate Governance 2001, p. 27-32. Dat de Regierungskommission Corporate Governance met een voorstel tot het opstellen van een Duitse code kwam, was overigens weinig verrassend aangezien de Frankfurter Grundsatzkommission Corporate Governance rond Baums reeds voorafgaand aan het instellen van de Regierungskommission een concept voor een Duitse code had gepubliceerd. Zie Handbuch börsennotierte AG 2014, §2 nr. 31 (Marsch-Barner).

89. Regierungskommission Corporate Governance 2001, p. 28: “*Zunächst einmal bietet ein solcher Kodex die Möglichkeit, die geltende Unternehmensverfassung für deutsche Aktiengesellschaften und die diesbezüglichen, im Wesentlichen im zwingenden Gesetzesrecht verankerten Verhaltensmaßstäbe für Unternehmensleitung und Unternehmensüberwachung in einer gerade auch für ausländische Investoren geeigneten Form darzustellen und die Besonderheiten und Vorzüge der dualistischen Unternehmensverfassung zu verdeutlichen.*”

voor de ontwikkeling van aanvullende best practices. Niet voor niets deed de commissie bij een deel van haar eigen voorstellen de aanbeveling om de betreffende materie in een code te regelen in plaats van via wetgeving. In algemene zin maakte de Regierungskommission over het dereguleringspotentieel van een Duitse code echter een duidelijk voorbehoud: *“Freilich kann sich ein Abbau zwingender Gesetzesvorschriften nach Ansicht der Regierungskommission nur auf solche Vorschriften, etwa Verfahrens- und Verhaltensvorschriften, beziehen, die einer flexiblen Anpassung an besondere Verhältnisse bedürfen, nicht dagegen auf grundlegende Prinzipien der deutschen Unternehmensverfassung, die der Entscheidung und Ordnung durch den Gesetzgeber vorbehalten bleiben müssen. Auch ist vor der Gefahr zu warnen, durch einen Corporate Governance-Kodex ein weiteres Regelwerk zu schaffen, das deutschen Unternehmen zusätzliche entbehrliche Regulierungskosten aufbürdet.”*⁹⁰

Al snel na de publicatie van het rapport van de Regierungskommission Corporate Governance werden de eerste concrete maatregelen naar aanleiding van voorstellen uit het rapport al in gang gezet. Zo werd in september 2001 door het Duitse Ministerie van Justitie de ‘Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex’ onder voorzitterschap van Cromme ingesteld die al in februari 2002 met een eerste versie van de Duitse corporate governance code (‘Deutscher Corporate Governance Kodex’, doorgaans afgekort tot ‘DCGK’) naar buiten trad.⁹¹ De DCGK bevatte drie typen bepalingen. In de eerste plaats bevatte de DCGK een (verkorte) weergave van het wettelijk kader inzake de bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende organen van de AG en de rechten en verplichtingen van elk van die organen. Deze bepalingen waren te herkennen aan het gebruik van de werkwoorden ‘hat’ of ‘muss’ en waren als weergave van het wettelijk kader alleen voor informatiedoeleinden – met name gericht op buitenlandse beleggers – opgenomen. De tweede categorie bepalingen waren de ‘Empfehlungen’ (aanbevelingen). Dit waren de door de DCGK voorgestelde best practices, te herkennen aan het werkwoord ‘soll’. Tot slot bevatte de DCGK nog een zachtere categorie ‘Anregungen’ (aansporingen) die met gebruik van werkwoorden als ‘sollte’ of ‘kann’ werden aangeduid.

Vlak voor de Duitse verkiezingen medio 2002 werd ook nog het ‘Transparenz- und Publizitätsgesetz’ (TransPuG) vastgesteld.⁹² Met het TransPuG werd de positie van de Aufsichtsrat ten opzichte van de Vorstand versterkt, onder meer

90. Ibid, p. 29.

91. De tekst van de eerste DCGK is gepubliceerd in G. Cromme, ‘Endfassung Deutscher Corporate Governance Kodex’, *NZG* 2002, p. 273-277.

92. Hierover U. Seibert, ‘Das “TransPuG” – Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) – Diskussion im Gesetzgebungsverfahren und endgültige Fassung’, *NZG* 2002, p. 608-613. Het proces tussen de publicatie van het eerste wetsontwerp (‘Referentenentwurf’) en het vaststellen van de definitieve wet duurde slechts zeven maanden.

door introductie van het voorschrift van §111 lid 2 AktG op grond waarvan de statuten of het reglement van de Aufsichtsrat een regeling dienden te bevatten over besluiten van de Vorstand die ter goedkeuring aan de Aufsichtsrat moeten worden voorgelegd. Daarnaast bevatte het TransPuG onder meer een regeling op basis van het ‘comply or explain’ mechanisme tot wettelijke verankering van de DCGK (§161 AktG). Op grond van dit artikel moesten Vorstand en Aufsichtsrat Duitse beursvennootschappen jaarlijks een verklaring ten aanzien van de DCGK publiceren (de ‘*Entsprechenserklärung*’) in het jaarverslag of anderszins, waarin zij moesten aangeven of de vennootschap de ‘Empfehlungen’ uit de DCGK toepaste en zo niet, waarom van de betreffende Empfehlung of Empfehlungen werd afgeweken. Over de naleving van de zachtere categorie van Anregungen behoefde op grond van §161 AktG niet te worden gerapporteerd.

Na de verkiezingen, waarbij de rood-groene coalitie van Bondskanselier Schröder de meerderheid in de Bundestag had weten te behouden, zette de Duitse regering de implementatie van haar ambitieuze hervormingsagenda voort. In maart 2003 kondigde Schröder in een toespraak voor de Bundestag de ‘*Agenda 2010*’ aan, een programma van ingrijpende hervormingen op onder meer het gebied van de sociale zekerheid.⁹³ Ook op het gebied van het ondernemingsrecht werd de vaart erin gehouden. Ter verklaring kan worden gewezen op de aanhoudende stroom van schandalen rond Duitse ondernemingen met een notering aan de Neuer Markt. Eind 2002, op het moment dat de Neuer Markt door de Deutsche Börse werd afgeschaft, was de totale beurswaarde van de Neuer Markt ten opzichte van het historisch hoogtepunt in 2000 met 95% gedaald⁹⁴ en verkeerden maar liefst 46 ondernemingen die op enig moment aan de Neuer Markt waren genoteerd in staat van faillissement.⁹⁵ Ook het definitieve faillissement van de beursgenoteerde bouwonderneming Philipp Holzmann AG in maart 2002 – de reddingsoperatie van Schröder eind 1999 ten spijt –, het faillissement van het industriële concern Babcock Borsig AG in juli 2002, de ternauwernood met staatssteun afgewende déconfiture van telecombedrijf Mobilcom AG in de zomer van 2002 en de zware verliezen van Deutsche Telecom AG in 2002 en 2003 (op dat moment nog voor 43% een staatsdeelname) als gevolg van risicovolle acquisities in de Verenigde Staten en hoge

93. Schöllgen 2015, p. 681-691.

94. Kenbaar uit ‘Deutsche Börse chief Carsten Kengeter plans German ‘Aim’ market’, *Financial Times* 20 maart 2016.

95. Burghof/Hunger 2003, p. 20.

lasten uit de UMTS-veilingen zullen naar alle waarschijnlijkheid hebben bijgedragen aan de gevoelde noodzaak om de hervormingen op het terrein van het ondernemingsrecht door te zetten.⁹⁶ Ook vanuit de wetenschap werd nog altijd aangedrongen op het doorvoeren van nieuwe maatregelen, in het bijzonder op het gebied van beleggersbescherming.⁹⁷

Op 25 maart 2003 publiceerde de Duitse Bondsregering een ‘*Maßnahmenkatalog zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes*’.⁹⁸ De Maßnahmenkatalog bevatte tien actiepunten die op korte termijn in gang zouden worden gezet. De centrale doelstelling van de maatregelen was volgens de Duitse Minister van Financiën Eichel om de bescherming van beleggers tegen marktmanipulatie en misleidende informatie met betrekking tot effecten te verbeteren.⁹⁹ De aangekondigde maatregelen hadden vooral betrekking op wijzigingen in het Duitse financieel toezichtsrecht, maar daarnaast waren ook maatregelen op het gebied van het jaarrekeningenrecht en het AG-recht voorzien. Als eerste punt noemde de Maßnahmenkatalog: “*Persönliche Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern gegenüber der Gesellschaft: Verbesserung des Klagerechts der Aktionäre*” en als tweede punt “*Einführung der persönlichen Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern gegenüber Anlegern für vorsätzliche oder grobfahrlässige Falschinformationen des Kapitalmarktes; Verbesserung der kollektiven Durchsetzung von Ansprüchen der Anleger.*” Beide punten zijn te herleiden tot voorstellen van de Regierungskommission Corporate Governance. Deze voorstellen zouden in vervolg op de Maßnahmenkatalog versneld worden uitgevoerd.

De meest wezenlijke wetswijzigingen in het AG-recht die in het verlengde van de Maßnahmenkatalog in het AG-recht zijn doorgevoerd, lagen besloten in het ‘*Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*’ (UMAG) waarvan in november 2004 het eerste voorstel werd

96. Over deze affaires Schöllgen 2015, p. 626-629.

97. Zie bijvoorbeeld G. Spindler, ‘Neuregelungen des Kapitalmarkt- und Börsenrechts zum Anlegerschutz? – Zur gesellschafts- und wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages’, *DSiR* 2002, p. 1576-1587 met een beschouwing naar aanleiding van de bijeenkomst van de Deutsche Juristentag van 18 september 2002 over het onderwerp beleggersbescherming en een bespreking van de preadviezen van Fleischer en Merkt.

98. Inhoud te raadplegen in het nieuwsbericht ‘Zypries und Eichel stellen 10-Punkte-Programm für besseren Anlegerschutz vor’, *Beck-Online* bericht van 25 februari 2003 (Becklink nr. 87731), bron: <<http://www.beck-online.de>>.

99. Maßnahmenkatalog 2003, p. 1: “*Zentraler Ansatz der heute vorgestellten Maßnahmen ist der Schutz der Anleger vor Manipulationen der Märkte und falschen Informationen über die Kapitalmarktprodukte.*”

gepresenteerd.¹⁰⁰ De belangrijkste onderdelen van het UMAG waren de regeling met betrekking tot de ‘*Aktionärsklage*’ (§147-149 AktG) enerzijds en de invoering van de Business Judgment Rule in §93 AktG anderzijds.¹⁰¹ Met de nieuwe regeling voor de Aktionärsklage introduceerde het UMAG een vorm van afgeleide actie voor aandeelhouders in Duitse AG’s, terwijl met de Business Judgment Rule tot uitdrukking werd gebracht dat de Vorstand bij de vervulling van zijn taak een zekere bescherming toekwam tegen aansprakelijkheidsrisico’s in verband met bona fide en zorgvuldig genomen ondernemingsbeslissingen. Daarnaast werd de wettelijke regeling over de Anfechtungsklage (§245 e.v. AktG) waarmee aandeelhouders in rechte op de vernietiging van vennootschappelijke besluiten konden aansturen ingrijpend gewijzigd. Tot slot werd nog een aantal nieuwe regels geïntroduceerd die tot doel hadden de communicatie tussen aandeelhouders te verbeteren (onder meer in de vorm van het ‘*Aktionärsforum*’ van §127a AktG) en om de gang van zaken tijdens aandeelhoudervergaderingen te stroomlijnen. Het wetgevingsproces verliep wederom snel: het UMAG trad al in november 2005 in werking. Ook het ‘*Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz*’ (KapMuG), waarmee voor beleggers een vorm van collectieve actie werd opengesteld, werd per november 2005 van kracht.¹⁰² Op grond van het KapMuG werd het mogelijk om in geval van een veelheid aan vergelijkbare gerechtelijke procedures tot vergoeding van schade één van die procedures als representatief proefproces (‘*Musterverfahren*’) te bestempelen, waarbij de inhoudelijke uitkomst van het proefproces wat betreft de feiten en rechtsvragen

-
100. Zie over dit voorstel C. Schütz, ‘UMAG Reloaded: Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 17. 11. 2004’, *NZG* 2005, p. 5-11 en T. Holzborn & J. Bunneemann, ‘Änderungen im AktG durch den Regierungsentwurf für das UMAG’, *BKR* 2005, p. 51-58. Een eerste ontwerp van het wetsvoorstel (Referentenentwurf) was reeds in januari 2004 gepubliceerd.
101. Over deze onderdelen K. Schmidt, ‘Verfolgungspflichten, Verfolgungsrechte und Aktionärsklagen: Ist die Quadratur des Zirkels näher gerückt? – Gedanken zur Reform der §§ 147-149 AktG vor dem Hintergrund der Juristentagsdiskussion des Jahres 2000’, *NZG* 2005, p. 796-801 en G. Spindler, ‘Haftung und Aktionärsklage nach dem neuen UMAG’, *NZG* 2005, p. 865-872. Zie voor beschouwingen vanuit Nederlands perspectief B.F. Assink, ‘Enige beschouwingen over Duitse ontwerpwetgeving, de Amerikaanse ‘business judgment rule’ en ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2005, 131 (over §93 AktG) en F.G.K. Overkleef, ‘De afgeleide actie: lessen uit Duitsland en Amerika’, *Ondernemingsrecht* 2008, 2 (over §148 AktG).
102. Hierover F. Reuschle, ‘Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz’, *NZG* 2004, p. 590-593 en T.M.J. Möllers & T. Weichert, ‘Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz’, *NJW* 2005, p. 2737-2741.

vervolgens als bindend zou gelden in de overige individuele procedures. Ondertussen was de uitvoering van de verschillende wetgevingsinitiatieven op het gebied van het financieel toezichtrecht, inclusief de omzetting van Europese richtlijnen zoals de EU Prospectusrichtlijn ook voorspoedig verlopen.¹⁰³

Uiteindelijk was met al deze wetgevingsinspanningen de uitvoering van het tien-puntenprogramma van de Maßnahmenkatalog eind 2005 zo goed als afgerond. Alleen het wetsvoorstel voor een ‘*Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz*’ (KapInHaG) waarmee de civielrechtelijke aansprakelijkheid van Vorstand en Aufsichtsrat voor misleidende mededelingen aan de markt geregeld had moeten worden, haalde de eindstreep niet.¹⁰⁴ Zoals hiervoor opgemerkt was het initiatief uit de Maßnahmenkatalog dat met het KapInHaG verwezenlijkt had moeten worden terug te voeren op de misstanden rond de Neuer Markt. De Bondsregering zag het creëren van een specifieke persoonlijke aansprakelijkheidsgrond voor bestuurders en commissarissen als een adequaat middel om de op de Neuer Markt gebleken voorvallen van marktmanipulatie en misleiding van beleggers tegen te gaan. Hoewel de aansprakelijkheidsdrempel voor individuele bestuurders en commissarissen onder het voorgestelde KapInHaG relatief hoog lag – voor aansprakelijkheid was vereist dat de misleiding aan opzet of grove nalatigheid van de betreffende functionaris te wijten was – stuitte het ontwerp op fel verzet vanuit de Duitse industrie en vanuit de FDP-fractie in de Bundestag.¹⁰⁵ Uiteindelijk besloot de regering eind 2004 om de introductie van een definitief wetsvoorstel in de Bundestag voor onbepaalde tijd uit te stellen. Afgezien daarvan heeft de regering van bondskanselier Schröder, aan wiens tweede termijn na verkiezingen in oktober 2005 een einde kwam, in korte tijd vrijwel al haar beleidsvoornemens op het gebied van het ondernemingsrecht en financieel toezichtrecht voor Duitse beursvennootschappen uitgevoerd.

Het proces van herziening van het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen is sindsdien nog altijd gaande, een verschijnsel dat in de literatuur ook wel als “*Aktienrechtsreform im Permanenz*” wordt aangeduid.¹⁰⁶ Op nagenoeg doorlopende basis worden wijzigingen voorbereid in het AG-recht, in het op beursvennootschappen toepasselijk financieel toezichtrecht en in bijzondere

103. Zie bijvoorbeeld T. Holzborn & M.E. Foelsch, ‘Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick’, *NJW* 2003, p. 932-940.

104. M. Weber, ‘Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2005’, *NJW* 2005, p. 3682-3691, in het bijzonder p. 3691.

105. Zie ‘Managerhaftung wird wohl nicht kommen’, *Handelsblatt* 26 mei 2005. De oppositie van de FDP was in de politieke verhoudingen van dat moment een belangrijk gegeven. Weliswaar had de FDP geen zitting in de regering, maar de verwachting was op dat moment wel dat de FDP deel zou uitmaken van de volgende regering in een coalitie met CDU/CSU.

106. Handbuch börsennotierte AG 2014, §1 nr. 10 (Marsch-Barner).

wetten.¹⁰⁷ Hierbij is sprake van een dynamisch wetgevingsproces dat wordt gekenmerkt door relatief korte doorlooptijden en door een gebleken bereidheid om in opeenvolgende wetgevingstrajecten terug te komen op eerder doorgevoerde wetswijzigingen indien daar aanleiding toe bestaat. Zo werd de uitgebreide regeling inzake het ‘*Freigabeverfahren*’ van §246a AktG die in 2005 met het UMAG was geïntroduceerd al in 2008 opnieuw beoordeeld in het kader van de implementatiewetgeving van de EU Richtlijn Aandeelhoudersrechten (‘*Aktionärsrechte Richtlinie Umsetzungs Gesetz*’) en in 2009 gewijzigd.¹⁰⁸ De reden hiervoor was dat de met het UMAG geïntroduceerde regeling bij nader inzien toch niet een voldoende efficiënt middel bleek tegen misbruik van het Anfechtungsrecht door ‘*räuberische Aktionäre*’.¹⁰⁹ Ook wordt via wetgeving relatief snel op nieuwe ontwikkelingen ingespeeld. Zo gaf de overnamepoging van Volkswagen AG door Porsche AG eind 2008 waarbij Porsche via contractuele arrangementen de meldingsplichten op grond van het ‘*Wertpapierhandelsgesetz*’ (WpHG) over een achter de schermen opgebouwd belang in Volkswagen wist te omzeilen¹¹⁰ aanleiding tot een beleidsmatige en maatschappelijke discussie over de vraag of het systeem van wettelijke meldingsplichten nog adequaat was in het licht van het nieuwe verschijnsel van synthetische aandelenbelangen.¹¹¹ In mei 2010 publiceerde de Bondsregering een discussiestuk voor wetgeving op dit punt¹¹² en de uiteindelijke wettelijke regeling, het ‘*Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts*’ (verkort aangeduid als het ‘*Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz*’, ofwel AnsFuG) werd in april 2011 van kracht.¹¹³ Ook op

-
107. Een overzicht van de belangrijkste wetswijzigingen is weergegeven in Handbuch börsennotierte AG 2014, §1 nrs. 11-48 (Marsch-Barner).
108. U. Noack, ‘ARUG: das nächste Stück der Aktienrechtsreform in Permanenz’, *NZG* 2008, p. 441-447, in het bijzonder p. 445-446.
109. In deze zin D. Poelzig, ‘Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie im Kampf gegen „räuberische Aktionäre“’, *DSiR* 2008, p. 1538-1541.
110. Zie voor een reconstructie F. Dohmen & D. Hawranek, ‘Die Löwen-Nummer’, *Der Spiegel* 2015, nr. 43 p. 70-80.
111. In het geval van Porsche/Volkswagen en het verwante geval van Schaeffler/Continental ging het om een variant van ‘hidden ownership’. Zie H. Fleischer & K.U. Schmolke, ‘Das Anschleichen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft- Überlegungen zur Beteiligungstransparenz de lege lata und de lege ferenda’, *NZG* 2009, p. 401-409.
112. Over dit discussiestuk U. Brandt, ‘Meldepflichten für aktienbasierte Instrumente: Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums (AnlegerStärkungsG)’, *BKR* 2010, p. 270-275.
113. Zie T.M.J. Möllers & T.G. Weninger, ‘Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz’, *NJW* 2011, p. 1697-1702 en H. Renz & J.C. Rippel, ‘Änderungen der Transparenzvorschriften gem. §§ 21ff. WpHG (Mitteilungspflichten von Stimmrechten) durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes’, *BKR* 2011, p. 235-238.

nieuwe fenomenen zoals hedge funds werd vrij snel via wetgeving gereageerd.¹¹⁴ Naast wetgeving werd ook de DCGK op vrijwel jaarlijkse basis herbeoordeeld en op punten aangepast. Als zodanig is het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen voor alles een dynamisch geheel.

7.2.3 Analyse en vergelijking

In de jaren rond de eeuwwisseling stond de Duitse economie er slecht voor. Dit werd in 2003 nog extra onderstreept toen bleek dat het tekort op de Duitse begroting over het jaar 2002 de maximumnorm van 3% onder het EU-stabiliteits- en groeipact op grond van artikel 104 EU-Verdrag (thans artikel 126 VwEU) ruimschoots had overschreden.¹¹⁵ In contemporaine commentaren werd de slechte staat van de Duitse economie onder meer toegeschreven aan een gebrek aan internationaal concurrentievermogen van Duitse ondernemingen. Hansmann en Kraakman verbonden hieraan in hun ‘End of History’ artikel de voorspelling dat het Duitse model van corporate governance vanwege de achterblijvende economische prestaties als vanzelf meer naar het ‘standard model’ van aandeelhoudersgeoriënteerde governance zou gaan tenderen.¹¹⁶ Deze voorspelling is slechts voor een klein gedeelte uitgekomen. Aandeelhouders in Duitse beursvennootschappen hebben in de jaren sinds de eeuwwisseling een meer geprononceerde positie gekregen, maar anders dan in Nederland heeft deze meer geprononceerde positie slechts in beperkte zin geleid tot een versterking van de formele positie van aandeelhouders in beursvennootschappen.

Tussen de ontwikkelingen in Nederland in de periode vanaf de eeuwwisseling enerzijds en anderzijds de ontwikkelingen in Duitsland in dezelfde periode zijn belangrijke parallellen aan te wijzen. Zo kreeg de Duitse aandelenmarkt net als de Nederlandse aandelenmarkt te maken met schandalen die het vertrouwen van beleggers in de leiding van beursgenoteerde ondernemingen ernstig

114. Zie H. Eidenmüller, ‘Regulierung von Finanzinvestoren’, *DSrR* 2007, p. 2116-2121.

115. Voor een beschrijving van de gang van zaken rond deze overschrijding en de beslissing van de Ecofin-raad in november 2005 om desalniettemin af te zien van het nemen van formele stappen tegen Duitsland (en Frankrijk) met betrekking tot dit tekort, zie D. Gros, Th. Mayer & A. Ubide, ‘The Nine Lives of the Stability Pact’, special report van het Centre for European Policy Studies 2004, te raadplegen op <<https://www.ceps.eu>>.

116. Hansmann/Kraakman 2000, p. 12: “*The second source of the success of the standard model of corporate governance is the economic performance of jurisdictions in which it predominates. A simple comparison across countries adhering to different models – at least in very recent years – lends credence to the view that adherence to the standard model promotes better economic outcomes. The developed common law jurisdictions have performed well in comparison to the principal East Asian and continental European countries, which are less in alignment with the standard model. The principal examples include, of course, the strong performance of the American economy in comparison with the weaker economic performance of the German, Japanese, and French economies.*”

beschadigden. In Duitsland was deze beweging waarschijnlijk nog groter dan in Nederland omdat het uiteenspatten van de dotcom-zeepbel vanwege het relatief grote aantal ondernemingen in het segment van de ‘nieuwe economie’ die aan de Neuer Markt waren genoteerd in grotere mate leidde tot problemen bij beursgenoteerde ondernemingen. Daarnaast was net als in Nederland ook in Duitsland in de jaren na de eeuwwisseling sprake van een afbouw van de grote ‘binnenlandse’ aandelenbelangen in beursgenoteerde ondernemingen. Met name de Duitse grootbanken bouwden hun netwerk van belangen in Duitse beursondernemingen aanzienlijk af, een ontwikkeling waarop overigens van overheidswege bewust was aangestuurd via fiscale prikkels en andere wetgeving.¹¹⁷ Net als Nederlandse beursondernemingen werden ook Duitse beursondernemingen het doelwit van activistische campagnes door hedge funds en andere aandeelhoudersactivisten. Het bekendste voorbeeld was Deutsche Börse, waar een groep aandeelhouders rond TCI (de latere belager van ABN AMRO) erin slaagde om een voorgenomen fusie van Deutsche Börse met de London Stock Exchange getorpedeerd te krijgen ten faveure van een alternatieve transactie met Euronext en om in het kielzog daarvan de voorzitters van de Vorstand (Seifert) en de Aufsichtsrat (Breuer), beide prominente leden van het Duitse zakelijk establishment, tot aftreden te dwingen.¹¹⁸

Al in 2002 sprak voormalig bondskanselier Helmut Schmidt zijn zorgen uit over het verschijnsel van “*Raubtierkapitalismus*” in Duitsland. Hij gaf daarbij de volgende beschrijving van de moderne aandeelhouder: “*Die meisten Aktien befinden sich heute in den Händen von Fonds, welche den eigentlichen private Kapitalgebern Investmentzertifikate ausstellen. Die Investmentfonds, häufig von Banken und andern Geldhäusern veranstaltet und gemanagt, und ihre Manager, Analysten und Händler sind die eigentliche Urheber der Hysterie (ein gleiches gilt für die Hedge-Fonds, die in Derivaten spekulieren, für Währungsfonds und so weiter). Es handelt sich zumeist um hochintelligente, hocheffiziente, profitgierige junge Leute mit unterentwickeltem gesellschaftlichen Verantwortungsbewußtsein.*”¹¹⁹ In een latere, na de uitbraak van de financiële crisis in 2008 verschenen beschouwing sprak Schmidt ook zijn zorg uit over de ontwikkeling die de Duitse

117. L. Enriques & P. Volpin, ‘Corporate Governance Reforms in Continental Europe’, *Journal of Economic Perspectives* 2007, p.117-140, in het bijzonder p. 132-133. De fiscale prikkel betrof de bepaling in het ‘*Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002*’ op grond waarvan de 60% belasting op vervreemdingstransacties van aanmerkelijke aandelenbelangen in AG’s werd geschrapt. Hiermee werd het voor Duitse grootaandeelhouders, in het bijzonder de Duitse banken, mogelijk om hun aandelenpakketten in (beursgenoteerde) AG’s zonder negatief fiscaal effect te vervreemden.

118. Zie voor een chronologie van de gebeurtenissen ‘Seifert gets the blues’, *Economist* 12 mei 2005.

119. H. Schmidt, *Die Selbstbehauptung Europas – Perspektiven für das 21. Jahrhundert*, München: Ullstein 2002, p. 67.

grootbanken hadden doorgemaakt. Schmidt beschreef hoe hij in zijn carrière als regionaal politicus, minister en bondskanselier regelmatig op de Duitse banken had kunnen terugvallen voor hulp en advies, maar dat hem dit in de huidige tijd niet meer mogelijk leek. Ook op dit punt appelleerde Schmidt aan het idee van maatschappelijke verantwoordelijkheid: *“Während die Regierungen in den USA, in England, in China und ebenso in Japan oder Rußland davon ausgehen können, daß die Großen nationalen Privatbanken im Falle einer Krise den Vorgaben ihrer Regierung folgen, kann die Bundesregierung sich heute nicht mehr auf den Patriotismus von Großbanken stützen.”*¹²⁰

Naast overeenkomsten zijn er ook belangrijke verschillen aan te wijzen tussen de ontwikkelingen in Nederland en Duitsland. Een eerste verschil ziet op de werking en regulering van de internationale overnamemarkt. Waar de Nederlandse regering tot tweemaal toe inzette op een inperking van beschermingsmogelijkheden tegen vijandige overnames – de eerste keer medio 2003 met een voorgestelde aanpassing van het concept-artikel 2:118a BW in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling en de tweede keer eind 2005 met de voorstellen in het kader van het Wetsvoorstel openbare biedingen (zie §5.6.2 en §6.2.3) – voer de Duitse regering een andere koers. Het is aannemelijk dat de in §7.1 beschreven vijandige overname van Mannesmann door Vodafone in 1999-2000 een rol heeft gespeeld in de beleidsoriëntatie van de Duitse regering. Bondskanselier Schröder sprak zich na bekendmaking van de voorgenomen overname door Vodafone in november 1999 in het openbaar uit tegen de overname en drong daarbij aan op maatregelen op Europees niveau.¹²¹ Het geval wilde dat Duitsland met het KonTraG van 1998 juist een veelgebruikte vorm van permanente beschermingsconstructies bij beursvennootschappen, namelijk het mechanisme van maximum-stemrechtbeperkingen (Höchststimmrechte), bij wet had verboden. Andere Europese landen, waaronder op dat moment nog Nederland, hadden de mogelijkheden voor beursondernemingen naar nationaal recht om permanente beschermingsconstructies te voeren vooralsnog intact gelaten. Het is goed mogelijk dat de overname van Mannesmann heeft bijgedragen aan het besef dat Duitse beursondernemingen onder het regime van de Dertiende Richtlijn in Europees verband relatief kwetsbaar zouden zijn voor vijandige overnames.¹²² Hoe dan ook, de Duitse regering heeft zich vanaf 2000 verzet tegen de totstandkoming van de op dat moment voorliggende Dertiende

120. H. Schmidt, *Außer Dienst – eine Bilanz*, 2e druk, München: Siedler Verlag 2008, p. 263.

121. ‘Mannesmann: Schröder fördert Übernahme-Richtlinie’, *Spiegel Online* 21 november 1999.

122. In deze zin Winter 2008, p. 113 en Milhaupt/Pistor 2010, p. 80-81. De relatieve kwetsbaarheid zou erin zijn gelegen dat Duitse beursondernemingen in vergelijking tot beursondernemingen uit andere Lidstaten relatief beperkte mogelijkheden zouden hebben voor ‘pre bid defences’ terwijl de mogelijkheid van ‘post bid defences’ voor alle beursondernemingen met de neutraliteitsregel uit de Dertiende Richtlijn zou worden beperkt.

Richtlijn en ook de Duitse leden van het Europees Parlement hebben uiteindelijk ongeachte hun politieke oriëntatie nagenoeg en bloc tegen de richtlijn gestemd.¹²³

Winter heeft in zijn beschouwing over de ontstaansgeschiedenis van de Overnamerichtlijn ter verklaring van de Duitse opstelling in de Europese beleidsdiscussie over openbare biedingen ook een anekdote opgetekend over een gesprek dat Schröder in de periode dat de oorspronkelijke Dertiende Richtlijn nog op tafel lag met de CEO van Ford zou hebben gehad. In dat gesprek zou de CEO van Ford tegen Schröder hebben gehint op een overname van Volkswagen, een onderneming waar Schröder als voormalig president van de deelstaat Nedersaksen nauw bij betrokken was geweest. Dit zou volgens de bron van de anekdote hebben geleid tot een voornemen van Schröder om de op dat moment voorliggende voorstel voor de Dertiende Richtlijn tegen te houden.¹²⁴

De Duitse Bondsregering trok de omslag in haar beleidsoriëntatie over vijandige overnames ook door in de nationale overnamewetgeving. Ten tijde van de Mannesmann-overname en de hierboven genoemde verwikkelingen rond de Dertiende Richtlijn was een wetsvoorstel betreffende een ‘*Wertpapier Übernahmegesetz*’ (WpÜG) in behandeling. Het WpÜG was bedoeld ter vervanging van de vrijblijvende overnameregels (‘*Übernahmekodex*’) die in 1995 door een groep experts op instructie van het Duitse Ministerie van Financiën waren opgesteld, maar die in de praktijk slechts in beperkte mate werden nageleefd.¹²⁵ In de oorspronkelijke ontwerpen (achtereenvolgens een ‘*Diskussionsentwurf*’ en een ‘*Referentenentwurf*’) was vooruitlopend op de Dertiende Richtlijn voorzien in een strikt geformuleerde neutraliteitsregel ten aanzien van de Vorstand van doelwitvennootschappen. In het ‘*Regierungsentwurf*’ voor het WpÜG dat op 5 oktober 2001 werd gepubliceerd was de neutraliteitsmaatstaf van §33 lid 1 WpÜG ten opzichte van de eerdere ontwerpen afgezwakt door toevoeging dat de neutraliteitsregel niet gold voor “*Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte, sowie für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot.*”¹²⁶ Uiteindelijk werd de formulering van §33 lid 1 WpÜG in het wetgevingsproces op voorstel van de Finanzausschuss van de Bundestag nog verder uitgehold door de toevoeging dat de neutraliteitsregel ook

123. Winter 2008, p. 114.

124. Ibid 2008, p. 113-114.

125. Baums 2000, p. 14. Zie ook MünchKomm AktG, §33 WpÜG nr. 21 (Schlitt/Ries).

126. Voorgesteld §33 lid 1 WpÜG in het Gesetzentwurf der Bundesregierung eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG) van 5 oktober 2001, Bundestag Drucksache 14/7034, p. 16.

niet gold voor maatregelen die waren goedgekeurd door de Aufsichtsrat.¹²⁷ Het WpÜG trad in deze versie in januari 2002 in werking en werd met name door buitenlandse commentatoren kritisch onthaald.¹²⁸ Op dat moment was het proces om te komen tot een nieuw voorstel voor de Overnamerichtlijn, waartoe EU Commissaris Bolkestein in september 2001 de High Level Group onder voorzitterschap van Winter had ingesteld (zie §5.3.1), nog in volle gang. Duitsland hield echter voet bij stuk en stuurde er ook in Europees verband op aan dat de neutraliteitsregel en de doorbraakregel in de nieuwe Overnamerichtlijn uiteindelijk tot lidstaatopties werden afgezwakt.¹²⁹

In dezelfde periode hield de Duitse Bondsregering, in het bijzonder bondskanselier Schröder, zich in voorkomende gevallen niet afzijdig bij overnameperikelen rond grote Duitse ondernemingen. Bondskanselier Schröder had met zijn optreden rond de dreigende deconfiture van Holzmann in 1999 al laten zien dat hij er niet voor terugdeinsde om bij wijze van een industriepolitiek actief in marktbeslissingen rond grote Duitse ondernemingen te interveniëren. Deze opstelling zou Schröder – en met hem de Duitse regering – ook in de resterende jaren van zijn kanselierschap vast blijven houden. Zo speelde Schröder een actieve rol in de reddingspoging rond het mediaconcern Kirch Gruppe in 2002 en blokkeerde hij in 2004 een verkoop van defensieonderneming Howaldtswerke – Deutsche Werft (HDW) door een Amerikaanse investeringsmaatschappij aan het Franse Thales in 2003 ten faveure van een door Schröder zelf gewenste ‘Duitse oplossing’ in de vorm van een overname van HDW door ThyssenKrupp.¹³⁰ Ook bij overnames van Duitse beursgenoteerde ondernemingen stelde de Duitse regering zich niet altijd neutraal op. Een voorbeeld is de aanvankelijk vijandige overname van het Duits-Franse farmabedrijf Aventis door het Franse Sanofi in 2004. Hoewel Schröder, tegen de wensen van zijn Minister van Economische Zaken Clement (SPD) en de president van de deelstaat Hessen Koch (CDU) in, in het openbaar benadrukte dat hij geen invloed

127. MünchKomm AktG, §33 WpÜG nrs. 29-33 (Schlitt/Ries). De expliciete uitzondering van het zoeken naar een concurrerende overnamebieding werd geschrapt, aangezien deze handelingen werden geacht te zijn inbegrepen in de nieuwe uitzondering ten aanzien van handelingen die met goedkeuring van de Aufsichtsrat worden verricht. Zie ook E. Schwark & D. Zimmer (reds.), *Kapitalmarktrechtskommentar*, 4e druk, München: C.H. Beck 2010, §33 WpÜG nr. 8 (Noack/Zetsche), die de uitzondering met betrekking tot maatregelen die door de Aufsichtsrat zijn goedgekeurd aanduiden als een ‘Fremdkörper’: “*Dass die Verwaltung (Vorstand und Aufsichtsrat) insoweit letztlich doch negativ auf Rechtsgeschäfte der Aktionäre Einfluss nehmen kann, ist nur “politisch” zu erklären.*”

128. Illustratief is J.N. Gordon, ‘An American Perspective on Anti-Takeover Laws in the EU: the German Example’, in G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter & E. Wymeersch (reds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford: Oxford University Press 2004, p. 541-559.

129. Winter 2008, p. 117-119.

130. Schöllgen 2015, p. 800-801.

op de gang van zaken rond de overname zou uitoefenen, gaf hij in een gezamenlijke verklaring met de Franse president Chirac wel te kennen dat het de taak van de beide regeringen was om voor behoud van werkgelegenheid te zorgen. Hij voegde daaraan toe dat een samenwerking tussen Aventis en Sanofi in beginsel een goede zaak zou zijn, maar dat dit wel “*freundschaftlich und nicht feindlich*” gestalte zou moeten krijgen.¹³¹ Uiteindelijk is de overname van Aventis door Sanofi zonder kenbare interventie vanuit de Duitse Bondsregering alsnog via een wederzijds gesteunde transactie tot stand gekomen. De toen al hardnekkige geruchten dat de opstelling van de Duitse regering in de overnamestrijd rond Aventis mede was ingegeven door onderlinge geheime afspraken die de Duitse en de Franse regering over een gezamenlijke industriepolitiek zouden hebben gemaakt, zijn nooit helemaal ontzenuwd.¹³²

De cijfers met betrekking tot de Duitse overnamemarkt laten tot slot ook een duidelijk beeld zien. In de periode voorafgaand aan de financiële crisis waarin in Nederland sprake was van een opleving van de overnamemarkt voor beursgenoteerde ondernemingen, in het bijzonder overnames in de vorm van leveraged buyouts door buitenlandse private equity-partijen (zie §6.2.2) bleef de Duitse overnamemarkt voor beursondernemingen aanzienlijk achter. Zo bedroeg het totale transactievolume aan overnames van Duitse beursgenoteerde ondernemingen in 2005 slechts EUR 15 miljard, wat neerkwam op 1,4% van de totale beurswaarde van Duitse beursondernemingen (EUR 1084 miljard).¹³³ Ook het aantal leveraged buyouts in Duitsland was in vergelijking tot Nederland een stuk geringer.¹³⁴ Vanwege deze verschillen in het functioneren van de overnamemarkt lijkt ook het aantal gevallen van transactiegedreven aandeelhoudersactivisme waarmee Nederlandse beursondernemingen in de periode van 2005-2007 te maken kregen (zie §6.1) in Duitsland verhoudingsgewijs lager te zijn uitgevallen. Uiteraard kunnen deze verschillen niet alleen aan de hand van

131. “Schröder und Chirac wollen sich bei Aventis nicht einmischen”, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 9 februari 2004.

132. Zie ‘Operation Ocean’, *Die Welt* 28 april 2004 en ‘Deutsch-Französische Deals’, *Manager Magazin* 29 april 2004. De afspraken zouden erin hebben bestaan dat de Duitse regering niet zou ingrijpen in de overname van Aventis door Sanofi in ruil voor een toezegging dat het Duitse Siemens op een later moment de mogelijkheid zou krijgen om de Franse industriële onderneming Alstom over te nemen.

133. D. Klemm & W. Reinardt, ‘Verbesserungspotenziale im deutschen Übernahmerecht’, *NZG* 2007, p. 281-285, in het bijzonder p. 281.

134. Zie bijvoorbeeld M. Wright, L. Renneboog, T. Simons & L. Scholes, ‘Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect’, *ECGI Working Paper* juli 2006, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>, p. 33 (tabel 7) waarin de waarde van leveraged buyouts in de periode 2002-2004 per land worden afgezet tegen het betreffende bruto binnenlands product. In 2002 was de ratio LBO’s/GDP voor Duitsland en Nederland nog ongeveer gelijk (0,5%), maar in 2004 was dit percentage voor Nederland gestegen tot 1,5% terwijl het Duitse percentage op ongeveer 0,75% was uitgekomen.

HOOFDSTUK 7

de hierboven beschreven factoren worden verklaard, maar omgekeerd is het wel aannemelijk dat de beschreven factoren substantieel aan het ontstaan van deze verschillen hebben bijgedragen.

Een tweede belangrijk verschil tussen Duitsland en Nederland is gelegen in de wijze waarop via wetgeving en zelfregulering is gereageerd op nieuwe ontwikkelingen op normatief en feitelijk niveau rond de positie van aandeelhouders. Dit verschil ziet zowel op de verhouding tussen wetgeving en zelfregulering als op het proces waarmee de betreffende regels tot stand zijn gebracht. In Nederland werd veel verwacht van zelfregulering in de vorm van de Code Tabaksblat. Niet alleen de wetenschap en de uitvoeringspraktijk, maar ook de regering was bij voorbaat enthousiast over deze vorm van geconditioneerde zelfregulering in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen (zie §5.5). Ter onderbouwing van de stelling dat voor veel onderwerpen regulering via de Code te verkiezen was boven regulering via de wet werd in discussies vaak aangevoerd dat regels afkomstig uit de sector zelf ('bottom up') over een groter draagvlak zouden beschikken dan regels die bij wet worden opgelegd ('top down').¹³⁵ Een ander argument was dat een code makkelijker aangepast zou kunnen worden dan formele wetgeving en daarom een beter instrument zou zijn om snel op veranderende ontwikkelingen in te kunnen spelen.¹³⁶ Het wetgevingsproces op het gebied van het ondernemingsrecht verliep in diezelfde periode inderdaad relatief traag. Bepaalde beleidsvoornemens uit de kabinetsnota van mei 1999 op het gebied van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen (zie §5.2.1), zoals de introductie van een agenderingsrecht, kwamen pas in oktober 2004 tot stand.¹³⁷

In Duitsland verliep de ontwikkeling in beide opzichten anders. Wat de verhouding tussen wetgeving en zelfregulering betreft werd in Duitsland duidelijk vastgehouden aan het primaat van de wetgever. Dit kwam onder meer tot uitdrukking in de aanbevelingen van de Regierungskommission Corporate Governance over een Duitse code (de uiteindelijke DCGK). Weliswaar stuurde de commissie nadrukkelijk aan op het opstellen van een Duitse code en deed zij zelf al een groot aantal aanbevelingen over de inhoud ervan, maar zij maakte tegelijk een duidelijk statement dat de daadwerkelijke regulering ten aanzien van

135. Bijvoorbeeld Donner 2003.

136. In deze zin bijvoorbeeld Winter 2002.

137. Op andere terreinen in het ondernemingsrecht verliep het wetgevingsproces nog langzamer. Tussen de in de Nota Modernisering Ondernemingsrecht van september 2004 aangekondigde flexibilisering van het B.V.-recht en de inwerkingtreding van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering van het B.V.-recht (31 058) verstreken meer dan acht jaar. De herziening van het personenvennootschappenrecht heeft door een combinatie van omstandigheden nog langer geduurd en is ten tijde van het schrijven van dit proefschrift nog altijd niet afgerond.

“*grundlegende Prinzipien der deutschen Unternehmensverfassung*” aan de wetgever voorbehouden was en diende te blijven. Ook in de literatuur is scherp gedebatteerd over de dogmatische en staatsrechtelijke inbedding van de DCGK in het Duitse recht,¹³⁸ waarbij de uiteindelijke heersende leer erop uitkwam dat de best practices (*Empfehlungen*) en de aansporingen (*Anregungen*) uit de DCGK geen rechtsbron in constitutionele zin vormden en dus ook niet als bron van rechtens afdwingbare verplichtingen of aanspraken moesten worden gezien,¹³⁹ zelfs niet bij wijze van handelsgebruik (*Handelsbrauch*).¹⁴⁰ Slechts in gevallen waarin de Vorstand en Aufsichtsrat in de ‘Entsprechenserklärung’ hebben verklaard dat bepaalde Empfehlungen worden nageleefd en vervolgens in strijd daarmee wordt gehandeld kan hieraan een rechtsgevolg worden verbonden in de zin dat dit in uitzonderlijke gevallen een grond is voor vernietigbaarheid van een besluit van de Hauptversammlung tot het verlenen van decharge aan de Vorstand en de Aufsichtsrat (§120 lid 1 AktG).¹⁴¹ In die gevallen vloeit het rechtsgevolg niet voort uit een schending van een (gedrags)norm uit de DCGK, maar uit een schending van de wettelijke verplichting op grond van §161 AktG om een juiste Entsprechenserklärung te publiceren.

Het via zelfregulering aansturen op een normatieve versterking van de positie van aandeelhouders zoals in Nederland in de Code Tabaksblad gestalte heeft gekregen zou in Duitsland tegen deze achtergrond waarschijnlijk op verzet zijn gestuit. Als dit al was gebeurd, dan was het effect ervan naar verwachting ook minder groot geweest dan in Nederland omdat het ‘inlezen’ van normen uit de DCGK in wettelijke normen langs de lijnen van de beschikkingen van de Ondernemingskamer inzake *HBG*, *ABN AMRO* en *ASMI* voor een Duitse rechter gelet op het bovenstaande geen begaanbare weg zou zijn geweest. Hierbij moet worden opgemerkt dat het Duitse privaatrecht weliswaar doortrokken is van open normen,¹⁴² maar het AktG evenwel geen equivalent van artikel 2:8 BW bevat als wettelijke basis voor het aannemen van een aanvullende dan wel derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid. Ook de open normen

138. Voor een contemporain overzicht van de toenmalige discussie, zie T. Kirschbaum & M. Wittmann, ‘Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht: der Deutsche Corporate Governance Kodex’, *JuS* 2005, p. 1062-1067. Zie uitgebreid MünchKomm AktG, §161 nrs. 22-31 (Goette).

139. In deze zin bijvoorbeeld MünchKomm AktG, §76 nr. 96 (Spindler).

140. MünchKomm AktG, §161 nr. 24 (Goette).

141. Deze grond voor vernietigbaarheid is door het Bundesgerichtshof aangenomen in BGH 21 september 2009, *NJW* 2009, 2207 (*Kirch/Deutsche Bank*). In lagere rechtspraak zijn ook gevallen te vinden waarin de vernietigbaarheid van andere besluiten dan een besluit tot het verlenen van decharge aan de orde kwam. Hiervoor lijkt alleen in zeer bijzondere omstandigheden plaats. Zie Handbuch börsennotierte AG 2014, §2 nrs. 86-88 (Marsch-Barner) voor voorbeelden en verwijzingen.

142. E.H. Hondius, ‘Het onovertroffen Duitse privaatrecht’, *Ae* 2014, p. 551-557.

die wel in het AktG voorhanden zijn, zoals de ‘*Sorgfaltspflicht*’ (zorgvuldigheidsplicht) van de Vorstand op grond van §93 lid 2 AktG bieden naar heersende leer geen ingang voor het verbinden van rechtsgevolgen aan het niet in acht nemen van Empfehlungen en Anregungen uit de DCGK.¹⁴³

Hier staat tegenover dat het Duitse wetgevingsproces op het gebied van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de relevante periode aanmerkelijk sneller verliep dan in Nederland het geval was (zie §7.2.2). Deze snelheid kan ten dele vanuit constitutioneel perspectief worden verklaard. Op grond van §39 lid 1 Grundgesetz (GG) eindigt de ‘*Wahlperiode*’ van de Bundestag telkens als na verkiezingen een nieuwe Bundestag aantreedt. Uitgaande van reguliere verkiezingen bedraagt de Wahlperiode voor de Bundestag dus vier jaar, in geval van tussentijdse verkiezingen is deze periode korter. Lopende wetsvoorstellen moeten telkens binnen de betreffende Wahlperiode in de Bundestag worden afgerond: voorstellen die bij het aantreden van een nieuwe Bundestag nog niet zijn afgerond, komen in beginsel te vervallen. De Duitse wetgever heeft hierdoor een prikkel om telkens binnen bepaalde termijnen tot wetgeving te komen, waarbij in het zicht van het einde van een Wahlperiode een versnelling kan optreden. Deze versnelling was ook in de ondernemingsrechtelijke wetgeving zichtbaar bij achtereenvolgens het KonTraG (1998), het TransPuG (2002) en het pakket wetgeving op basis van de Maßnahmenkatalog 2003, waaronder het UMAG en het KapMuG (2005). Een dergelijke prikkel is in het Nederlandse wetgevingsstelsel niet aanwezig.

Naast bovengenoemde verklaring is ook nog een verklaring van meer fundamentele aard mogelijk. De Duitse constitutie zoals neergelegd in het Grundgesetz is onder meer op het legaliteitsbeginsel en op het primaat van wetgeving gebaseerd. In (West-)Duitsland was weliswaar sinds het einde van de jaren '60 aandacht voor fenomenen als regeldruk en overregulering, maar dit leidde voornamelijk tot initiatieven om binnen het wetgevingsbeleid te komen tot deregulering en regeldrukvermindering en – anders dan bijvoorbeeld in Nederland – slechts in beperkte mate tot belangstelling voor alternatieven voor wetgeving zoals co-regulering en zelfregulering.¹⁴⁴ Dat in Duitsland primair via wetgeving op nieuwe ontwikkelingen rond Duitse beursgenoteerde ondernemingen is gereageerd, is vanuit deze oriëntatie bezien niet onlogisch. Veelzeggend is dat de Duitse Regierungskommission Corporate Governance, die qua samenstelling en profiel van haar individuele leden een grote gelijkenis met de Nederlandse

143. In deze zin MünchKomm AktG, Vorbemerkung nr. 72 (Spindler).

144. Zie in vergelijkend perspectief R.A.J. van Gestel & M.L.M. Hertogh, ‘Wat is regeldruk? – een verkennende internationale literatuurstudie’, onderzoeksrapport in opdracht van het WODC, juni 2006, bijlage bij *Kamerstukken II*, 2006/07, 29 279, nr. 40, p. 27-61.

Commissie Tabaksblat vertoonde, ondanks een expliciete dereguleringsopdracht (“*eine Neujustierung des Verhältnisses von staatlichem Ordnungsrahmen und Instrumenten der Selbstregulierung*”) naast de aanbeveling om een DCGK op te stellen toch vooral met gedetailleerde voorstellen voor wetswijzigingen kwam in haar rapport. Om via wetgeving effectief op veranderende omstandigheden in te kunnen spelen, is wel snelheid in het wetgevingsproces vereist. Dat dit met zich brengt dat de uitvoeringspraktijk in korte tijd vele wetswijzigingen krijgt te verwerken en dat in voorkomende gevallen bepaalde regelingen meerdere keren achter elkaar moeten worden gewijzigd, zoals bij de wettelijke regeling van de Anfechtungsklage en het Freigabeverfahren het geval was, lijkt men op de koop toe te nemen. Deze gang van zaken staat in een scherp contrast met het in hoofdstukken 5 en 6 beschreven Nederlandse wetgevingsproces, waarin de wetgever telkens heeft beoogd om omwille van de rechtszekerheid voor elk onderwerp als het ware een wettelijke regeling voor de eeuwigheid te treffen, met lange doorlooptijden voor het wetgevingsproces als gevolg.

Wellicht het belangrijkste verschil tussen de Duitse en de Nederlandse ontwikkelingen in de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen is gelegen in de wijzigingen in de juridische positie van aandeelhouders die in de periode tussen grofweg 1999 en 2005 in de respectieve rechtsstelsels zijn doorgevoerd. Op het eerste gezicht lijkt op dit punt sprake van een gelijkenis. In Duitsland is immers net als in Nederland kort na de eeuwwisseling wetgeving tot stand gebracht die de positie van aandeelhouders in meerdere opzichten heeft versterkt. Bij nadere beschouwing blijkt dat de insteek van de Duitse wetswijzigingen wezenlijk verschilde van die van de Nederlandse wetgever. Kort gezegd, met een serie wetswijzigingen in het ondernemingsrecht en het financieel toezichtrecht en met de DCGK is in Duitsland weliswaar een meer geprononceerde positie voor aandeelhouders van Duitse beursvennootschappen in hun hoedanigheid van belegger tot stand gebracht, maar anders dan de Nederlandse wetgever heeft de Duitse wetgever daarbij niet de koppeling gelegd naar het uitbreiden van de formele bevoegdheden van aandeelhouders ten aanzien van strategische aangelegenheden. Als zodanig zijn de grondtrekken van het Duitse AG-recht, in het bijzonder de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen Vorstand, Aufsichtsrat en Hauptversammlung, intact gelaten.

Zoals in hoofdstuk 5 beschreven stond de Nederlandse wetgever in het kader van het Wetsvoorstel structuurregeling onder meer het doel voor ogen om aandeelhouders als ‘*countervailing power*’ van de vennootschapsleiding van beursondernemingen te mobiliseren. Hiertoe werden onder meer het goedkeuringsrecht voor belangrijke bestuursbesluiten (artikel 2:107a BW) en het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW) ingevoerd. Met deze rechten kregen

HOOFDSTUK 7

aandeelhouders ook een zekere mate van invloed over strategische aangelegenheden. Het goedkeuringsrecht maakte immers dat bepaalde majeure transacties alleen nog maar met goedkeuring van de aandeelhouders tot stand gebracht konden worden en het agenderingsrecht stelde (groepen van) minderheidsaandeelhouders in staat om elk onderwerp tot de inzet van een discussie – of zelfs een stemming – in de AVA te maken. De Code Tabaksblat 2003 spoorde aandeelhouders aan om daadwerkelijk invloed op het beleid van het bestuur uit te oefenen (Principe IV.1). De ontwikkelingen die het enquête-recht met betrekking tot beursvennootschappen in dezelfde periode door-maakte (zie §5.4) maakten dat minderheidsaandeelhouders geschillen van inzicht met de vennootschapsleiding over strategische aangelegenheden aan de Ondernemingskamer konden voorleggen, wat getuige de beschikkingen van de Ondernemingskamer in *HBG* en *ABN AMRO* tot verstrekkende gevolgen kon leiden. Alles overziende hadden aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen hiermee een niet geringe mate van invloed op strategische kwesties.

De Duitse wetgever heeft de positie van aandeelhouders daarentegen vooral in hun hoedanigheid van belegger (*'Anleger'*) versterkt, waarbij de versterking erin bestond om een betere bescherming van de positie van beleggers mogelijk te maken. Dit gebeurde in de eerste plaats via het opleggen van aanvullende transparantieplichtingen aan beursgenoteerde ondernemingen. In de tweede plaats was sprake van impliciete bescherming van beleggers via het bij wet en DCGK voorschrijven respectievelijk aanbevelen van bepaalde waarborgen in het interne functioneren van beursondernemingen, bijvoorbeeld via het stellen van eisen aan risicobeheersingssystemen en van aanvullende regels met betrekking tot de verhouding van de Aufsichtsrat tot de Vorstand door het KonTraG. De bescherming was hierin gelegen dat met de aanvullende waarborgen ook het door de aandeelhouders bijeengebrachte vermogen beter zou worden beschermd. In de derde plaats kregen aandeelhouders bepaalde actie-rechten zoals de afgeleide actie in de vorm van de Aktionärsklage van §148 AktG door het UMAG en een efficiënte(re) wijze van procesvoering voor vergoeding van schade geleden door beleggers in beursgenoteerde AG's via het KapMuG. Het ging hier weliswaar actierechten, maar ook hier lijkt voornamelijk sprake te zijn geweest van een beschermingsgedachte: de aandeelhouder/belegger heeft immers alleen een vorderingsrecht indien sprake is geweest van schadeveroorzakend handelen. Van een toegenomen actieve invloed op de gang van zaken binnen de (beurs)onderneming was met al deze wijzigingen geen sprake.

De Duitse wetwijzigingen betroffen geen normatieve wijzigingen, maar instrumentele aanpassingen van het recht binnen de reeds bestaande kaders. Dit is bijvoorbeeld zichtbaar in het ARUG waarmee Duitsland de EU Richtlijn

Aandeelhoudersrechten (2007/36 EG) heeft omgezet. Ondanks het feit dat de richtlijn een inhoudelijk ongeclausuleerd recht voor (bepaalde groepen van) minderheidsaandeelhouders leek voor te schrijven om onderwerpen op de agenda te doen zetten en ontwerp-resoluties aan te dragen, heeft Duitsland het in het ARUG niet nodig geacht om het reeds bestaande agenderingsrecht van §122 AktG aan te passen behoudens een enkele aanpassing in de voorgeschreven formaliteiten. Hiermee is het agenderingsrecht op grond van §122 AktG nog altijd in reikwijdte beperkt tot aangelegenheden waartoe de Hauptversammlung op grond van het AktG bevoegd is te beraadslagen of te besluiten (zie §7.2.1). Ook de uiteindelijke beslissing van de Regierungskommission Corporate Governance om niet de introductie van een goedkeuringsrecht voor de Hauptversammlung in §119 AktG voor ‘Holzmüller’-gevallen aan te bevelen wijst in de richting van een wens om de bevoegdheidsverdeling tussen de AG-organen, in ieder geval wat betreft de verhouding van de Hauptversammlung jegens de Verwaltung, in stand te houden.

Door te kiezen voor een insteek die niet zozeer was gericht op het mobiliseren van aandeelhouders als wel op het beschermen van beleggers kon de Duitse wetgever ook de integriteit van het eigen recht behouden waarbij enerzijds sprake was van een robuuste kern voor wat betreft de normatieve verhouding van de verschillende organen binnen de AG tot elkaar en anderzijds een flexibele schil van instrumentele regels die al naar gelang de omstandigheden snel konden worden aangepast. Dat het Duitse recht een robuuste kern bevat, maakt nog niet dat het recht op dit punt ook star is. Zo is in de Duitse literatuur uitvoerig gediscussieerd over de vraag in hoeverre de richtsnoer van ‘shareholder value’ inpasbaar is in de Leitungsaufgabe van de Vorstand onder §76 AktG. De toonzetting van deze discussie was verrassend genuanceerd – zeker in vergelijking met de Nederlandse discussie over dit onderwerp¹⁴⁵ – en hoewel de meeste schrijvers tot de slotsom kwamen dat de uit §76 AktG voortvloeiende plicht voor de Vorstand om voor ‘dauerhafte Rentabilität’ te zorgen zich niet uitstrekke tot een gebod aan de Vorstand om zich enkel naar het realiseren van shareholder value te richten, kwam de heersende mening er toch op uit dat de Vorstand onder §76 AktG de mogelijkheid had om zich overwegend op het bereiken van shareholder value te richten indien de Vorstand dit zou wensen.¹⁴⁶

145. Een voorbeeld is de reactie van De Kluiver op de Rotterdamse oratie van Timmerman waarin laatstgenoemde sprak over het begrip ‘enlightened shareholder value’ en waarop De Kluiver reageerde met een paragraaf getiteld “Waar is het vennootschappelijk belang gebleven?” Zie H.J. de Kluiver, ‘Vennootschappelijke repliek op Timmerman’s grondslagen’, *Ondernemingsrecht* 2009, 4 nrs. 19-21 (in reactie op Timmerman 2009).

146. Zie voor een overzicht van de discussie MünchKomm AktG, §76 nrs. 71-76 (Spindler). Stelliger nog is H. Fleischer (red.), *Handbuch des Vorstandsrechts*, München: C.H. Beck 2006, §1 nrs. 29-32 (Fleischer).

De Duitse Minister van Justitie Maas nam in een toespraak tijdens het jaarlijks congres over de DCGK in 2016 vanuit beleidsmatig perspectief duidelijk stelling over de normatieve oriëntatie van de taakopdracht van de vennootschapsleiding in Duitse beursgenoteerde ondernemingen: *“Als meine damalige Vorgängerin Herta Däubler-Gmelin die Regierungskommission Duetscher Corporate Governance Kodex vor 15 Jahren eingesetzt hat, sollte gute Unternehmensführung vor allem helfen, den so genannten principal-agent-conflict zu überwinden. Corporate Governance sollte Interessenkonflikte ausgleichen, die aus der Distanz zwischen weit gestreutem Aktienbesitz und Unternehmensverwaltung entstehen. Das Ziel war allein, das Unternehmen profitabler zu machen. Von der Shareholder-value-Doktrin dieser Jahre sind wir heute abgekommen. Heute geht es um mehr als das Interesse der Aktionäre, heute dreht sich alles um die viel beschworene stakeholder-value. Und das ist auch gut so, das ist letztlich zurückzuführen auf das Grundgesetz.”*¹⁴⁷ Maas wees in zijn voordracht ook nog op de preambule van de DCGK waarin sinds 2009 expliciet is opgenomen dat de Vorstand en Aufsichtsrat de plicht hebben om *“im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen.”*¹⁴⁸

Dat beoefenaars van het Duitse ondernemingsrecht uit de wetenschap en de praktijk open stonden voor nieuwe ideeën betekende evenwel niet dat die ideeën ook kritikeloos werden overgenomen. Zoals de eerder aangehaalde discussie over de dogmatische en constitutionele inbedding van de DCGK in het bestel van het Duitse recht al liet zien, werd in het Duitse recht terughoudend omgegaan met het importeren van zogenoemde ‘legal transplants’¹⁴⁹ en werden initiatieven daartoe met de grootst mogelijke zorgvuldigheid onderzocht en uitgevoerd. Hierbij was ook van belang dat de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht in het kader van de ‘law & economics’ stroming (zie hoofdstuk 4) door een veelvoud van omstandigheden slechts een ondergeschikte

147. H. Maas, ‘Aufsichtsrat und Vorstand – sollten die Rollen neu definiert werden?’, voordracht tijdens de 15e Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex van 21 juni 2016, te raadplegen op <<http://www.bmjv.de>>, p. 2.

148. Ibid.

149. Zie H. Fleischer, ‘Legal Transplants im deutschen Aktienrecht’, *NZG* 2004, p. 1129-1137 die onder meer aandacht vraagt voor “gemeinsame Grundstrukturen” tussen het recht waarin de betreffende rechtsfiguur oorspronkelijk is ontstaan en het recht waarin de rechtsfiguur moet worden geïmporteerd en voor de noodzaak van “rechtsdogmatische Einpassung”.

rol speelde in de Duitse (rechts)wetenschap.¹⁵⁰ Het Duitse ondernemingsrecht is dus robuust in de zin dat de kans dat het op enig moment wordt beïnvloed door plotselinge normatieve verschuivingen op basis van ‘grote ideeën’ niet groot is.

Dat Duitsland aan het begin van de 21ste eeuw internationaal werd neergezet als de ‘*sick man of Europe*’, is onterecht gebleken.¹⁵¹ De Duitse economie kwam mede vanwege het nog altijd relatief grote aandeel van industriële ondernemingen in de totale economische activiteit beter uit de financiële crisis dan landen als het Verenigd Koninkrijk waarin het zwaartepunt van de economische activiteit meer in de richting van (financiële) dienstverlening was geschoven.¹⁵² Ook bleken Duitse ondernemingen in weerwil van sombere voorspellingen rond de eeuwwisseling in internationaal verband wel degelijk concurrerend te kunnen zijn. Juist de institutionele verwevenheid van werkgevers en werknemers stelde het Duitse bedrijfsleven in staat om tot verantwoorde loonafspraken met de belangrijkste vakbonden te komen om zo de loonkosten in economisch lastige tijden te kunnen matigen,¹⁵³ terwijl een oplevende conjunctuur in China en een gunstige wisselkoers van de euro ten opzichte van buitenlandse valuta gunstig uitwerkten op de sterk exportgedreven Duitse industrie.¹⁵⁴ De Duitse economie en het Duitse bedrijfsleven bleken als zodanig robuuster te zijn dan de nationale en internationale commentatoren aan het begin van de 21ste eeuw hadden ingeschat.

Het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen laat ondanks de vele wetwijzigingen in de kern een zelfde mate van robuustheid zien. Naar mijn mening heeft dit robuuste recht eraan bijgedragen dat activistische aandeelhouders in Duitsland in mindere mate succesvol lijken te zijn geweest in campagnes

-
150. Hierover uitvoerig K. Grechenig & M. Gelter, ‘The Transatlantic Divergence in Legal Thought: American Law and Economics vs. German Doctrinalism’, working paper december 2007, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.
151. Hierover C. Dustmann, B. Fitzenberger, U. Schönberg & A. Spitz-Oener, ‘From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany’s Resurgent Economy’, *Journal of Economic Perspectives* 2014, p. 167-188.
152. W. Streeck, *Gekaufte Zeit – die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*, 5e druk, Berlin: Suhrkamp 2014 (1e druk 2013), p. 29 en voetnoot 6 daarbij. Hierbij past wel de kanttekening dat de Duitse bankensector, in het bijzonder de Landesbanken, wel degelijk hard door de financiële crisis werden geraakt. Hierover Steinbrück 2010, p. 159-161.
153. Dustmann et al. 2014, p. 176-183. Ook de ‘Agenda 2010’ hervormingen op het gebied van de sociale zekerheid (in het bijzonder de zogeheten ‘*Hartz IV*’ regeling) die onder bondskanselier Schröder zijn doorgevoerd, worden vaak aangehaald als een cruciale factor. Zo merkte de toonaangevende Duitse econoom Sinn in een afscheidinterview bij zijn vertrek als directeur van het Ifo over de hervormingen van Schröder op: “*Sie stehen direkt hinter der Einführung der Sozialen Marktwirtschaft von Ludwig Erhard.*” Zie ‘Hans-Werner Sinn – “Ich bereue nichts”’, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 21 december 2015.
154. Streeck 2014, p. 29.

tegen beursondernemingen dan in Nederland het geval is geweest.¹⁵⁵ Weliswaar hebben bepaalde wetswijzigingen die in de periode tot 2005 zijn ingevoerd, zoals de met het UMAG ingevoerde Aktionärsklage van §148 AktG, geleid tot een versterking van de positie van aandeelhouders waarvan ook activistische aandeelhouders konden profiteren,¹⁵⁶ maar in vergelijking tot de mogelijkheden die bijvoorbeeld het Nederlandse enquêterecht bood waren deze versterkingen in de praktijk voor aandeelhoudersactivisten van relatief geringe betekenis.¹⁵⁷ Dit wil uiteraard nog niet zeggen dat het Duitse stelsel van corporate governance superieur aan de in andere landen bestaande stelsels moet worden geacht. Voorvallen zoals het omkooptschandaal rond Siemens in 2008¹⁵⁸ en de recente perikelen van Volkswagen met betrekking tot emissietesten¹⁵⁹ laten wel zien dat Duitse beursondernemingen niet immuun zijn voor problemen op het punt van de vormgeving van checks & balances binnen de organisatie van de onderneming. Wat wel duidelijk is, is dat het Duitse bestel van corporate governance een typische combinatie is van stabiliteit en responsiviteit.

7.3 Verenigd Koninkrijk

7.3.1 *Grondtrekken van het Britse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen*

Net als in Nederland en Duitsland was de kapitaalvennootschap in het Britse ondernemingsrecht – tegenwoordig de ‘*public limited company*’ of Plc – historisch gezien primair ontwikkeld als een vehikel tot bijeenbrenging van risicodragend kapitaal waarin de leden een sterke positie hadden ten opzichte van het bestuur.¹⁶⁰ Anders dan Nederland en Duitsland heeft het Britse

155. Recent is wel een toename van gevallen van aandeelhoudersactivisme bij Duitse beursondernemingen waarneembaar. Zie T. Bunz, ‘Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism’, *NZG* 2014, p. 1049-1053.

156. In deze zin stellig H. Schaefer, ‘Shareholder Activism und Corporate Governance’, *NZG* 2007, p. 900-903.

157. Zie bijvoorbeeld Bunz 2014 voor een beschrijving van de doorgaans gebruikte tactieken van activistische aandeelhouders in casus met betrekking tot Duitse beursondernemingen. Het onderdeel ‘*Ausübung von Aktionärsrechte*’ (p. 1050) lijkt hierin slechts een ondergeschikte rol te spelen.

158. Zie ‘SEC Charges Siemens AG for Engaging in Worldwide Bribery’, persbericht US Securities & Exchange Commission van 15 december 2008, bron: <<https://www.sec.gov>>.

159. In kort bestek B.J. Drijber, ‘Das Auto und die Börse’, *Ondernemingsrecht* 2015, 102.

160. Zie bijvoorbeeld de beschrijving van de Britse East India Company in De Jongh 2014, p. 110-119.

ondernemingsrecht deze oriëntatie behouden, ook voor grote kapitaalvennootschappen zoals beursondernemingen.¹⁶¹ Deze oriëntatie werkt onder meer door in het feit dat de ‘board’ van een Britse ‘company’ rechtsdogmatisch gezien zijn bevoegdheden niet aan de wet ontleent, maar deze op grond van de statuten (‘articles’) als het ware gedelegeerd krijgt van de ‘members’ van de company, dat wil zeggen de aandeelhouders in geval van een Plc.¹⁶² De statuten – en daarmee de toedeling van bevoegdheden aan de board – staan in beginsel ter vrije beschikking van de aandeelhouders en kunnen in principe dan ook vrijelijk door de aandeelhouders worden gewijzigd, ook tegen de wil van de board in.¹⁶³

De toedeling van bevoegdheden aan de board is overigens ook niet privaat. Aandeelhouders kunnen in beginsel bij een met versterkte meerderheid genomen besluit (een ‘supermajority’ die ook voor wijziging van statuten is vereist) instructies aan de board geven over de wijze van uitoefening van de aan de board opgedragen bevoegdheden.¹⁶⁴ Daarnaast is sinds 1948 in de Britse wet de regel verankerd dat individuele ‘directors’ steeds ‘at will’ bij gewoon meerderheidsbesluit in de aandeelhoudersvergadering kunnen worden ontslagen. Deze ontslagmogelijkheid biedt aandeelhouders de kans om door de vervanging van directors met eigen kandidaten een koerswijziging aan te brengen zonder daartoe te hoeven aansturen op een wijziging van de statuten of een instructiebesluit.¹⁶⁵ Uiteraard moeten aandeelhouders die via één van de bovengenoemde besluiten op een koerswijziging willen aansturen wel de nodige hobbels nemen teneinde de aandeelhoudersvergadering in staat te stellen om op de betreffende onderwerpen tot besluitvorming te komen (convocatie, agendering) en zullen zij ook de vereiste meerderheid van aandeelhouders achter zich moeten krijgen. De hierboven geschetste fundamentele uitgangspunten maken echter duidelijk dat de board in ieder geval in theorie bij gratie van de aandeelhouders

161. P.L. Davies, ‘Shareholders in the United Kingdom’, ECGI law working paper (januari 2015), te raadplegen via <<http://www.ecgi.org>>, p. 10: “UK corporate law has retained to a remarkable degree the classical features of its origins in the middle of the nineteenth century. The company was then conceived of predominantly as a private association, founded and subsequently controlled by its members who, in the case of a commercial company, were the shareholders. Despite the development of welfarist and social democratic characteristics in British society, notably in the periods immediately before the First World War and immediately after the Second, the fundamental character of British corporate law changed rather little.”

162. P.L. Davies & S.E. Worthington, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, 9e editie, London: Sweet & Maxwell 2012, nr. 14-2.

163. Davies P. 2015, p. 12.

164. Davies/Worthington 2012, nr. 14-5.

165. Davies P. 2015, p. 12.

zijn bevoegdheden uitoefent. Een belangrijke nuancering hierbij is dat aandeelhouders naar het huidige Britse recht niet als deeleigenaren van de onderneming worden aangemerkt, iets wat onder de oudere common law nog wel werd aangenomen.¹⁶⁶

De oriëntatie op aandeelhouders komt ook tot uitdrukking in het stelsel van de ‘*fiduciary duties*’ waarmee invulling wordt gegeven aan de taakopdracht van directors. Op grond van een oorspronkelijk in de common law ontwikkelde rechtsregel – tot aan de inwerkingtreding van de Companies Act 2006 (zie §7.3.2 hierna) de relevante rechtsbron op dit punt – waren directors gehouden om te goeder trouw te handelen naar wat in hun inschatting “*the best interests of the company*” was.¹⁶⁷ Formeel waren – en zijn – directors enkel jegens de vennootschap gehouden tot een deugdelijke vervulling van hun fiduciary duties en niet ook jegens de aandeelhouders. In de rechtspraak onder de common law werd echter aangenomen dat de belangen van de vennootschap met de belangen van haar huidige en toekomstige aandeelhouders gelijk konden worden gesteld.¹⁶⁸ Het concept van een zelfstandig vennootschappelijk belang langs de lijnen van de institutionele opvatting in het Nederlandse ondernemingsrecht (zie §2.6) wordt in het Britse recht niet erkend.¹⁶⁹ De gelijkstelling van de vennootschap met haar aandeelhouders in het kader van de fiduciary duties van de board ging niet zover dat het directors per definitie niet was toegestaan om in de uitoefening van hun taken ook de belangen van andere stakeholders dan alleen aandeelhouders te dienen.¹⁷⁰ De invoering van een wettelijk voorschrift in 1980 dat directors “*have regard in the performance of their functions [to] the interests*

166. Zie Davies/Worthington 20112, nr. 23-1, verwijzend naar Lord Justice Evershed in *Short v. Treasury Commissioners* (1948): “*Shareholders are not, in the eyes of the law, part owners of the undertaking.*”

167. Davies/Worthington 2012, nr. 16-64.

168. Ibid, nr. 16-65

169. Ibid. Zie ook P.L. Davies, ‘Shareholder value: Company Law and Securities Markets Law – a British View’, working paper januari 2001, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>, p. 6-7: “*However, English law seems to be tolerably clear that, as far as the common law is concerned, (i) the phrase ‘the interests of the company’ is meaningless unless ‘the company’ is identified with one of more groups of people involved in the company or affected by its actions; and (ii) that ‘the company’ means the members (or shareholders), at least so long as it is a going concern.*” Bijzonder stellig is Rickford 2002a, p. 330: “[I]t is nonsense on the formal sense to attribute interests to an entity which is no more than a reified or personalised abstraction, or legal fiction; it is not the purpose of public policy to provide protections for the interests of abstractions but of identified human individuals.”

170. Davies/Worthington 2012, nr. 16-65, verwijzend naar een citaat van Lord Justice Bowen in *Hutton v. West Cork Railway* (1883): “*The law does not say that there are to be no cakes and ale [in casu ging het om het uitdelen van gratis versnaperingen aan werknemers], but there are to be no cakes and ale except such as are required for the benefit of the company.*”

of the interests of the company's employees in general, as well as to the interests of its members” zorgde in de literatuur en praktijk evenwel voor een hevige discussie omdat niet duidelijk was in hoeverre met dit voorschrift een afwijking van de common law regels was bewerkstelligd.¹⁷¹ Wat daar ook van zij, het is een gegeven dat de taakopdracht van directors van Britse ondernemingen historisch gezien nadrukkelijk aan de belangen van aandeelhouders is gekoppeld.

Dat aandeelhouders van Britse beursvennootschappen juridisch en normatief gezien een sterke positie hebben wil niet zeggen dat zij door de jaren heen feitelijk altijd een sterke positie hebben ingenomen. Al sinds het begin van de 20ste eeuw was het aandeel van ondernemingen met een beursnotering aan de London Stock Exchange of één van de regionale aandelenbeurzen in de totale Britse economie relatief hoog.¹⁷² Het functioneren van beursondernemingen was in economische en maatschappelijke zin dus belangrijk. In 1956 beklagde de prominente Labour-politicus Crosland zich in zijn boek *The Future of Socialism* nog over het feit dat het recht weliswaar een sterke positie voor aandeelhouders van Britse kapitaalvennootschappen inruimde, maar dat aandeelhouders vanwege de grote spreiding van aandelenbezit in de praktijk niet in staat bleken om de aan hen toebedeelde bevoegdheden effectief uit te oefenen.¹⁷³ In de periode vanaf de jaren '60 tot eind jaren '90 van de vorige eeuw ontstond echter een vorm van concentratie in het aandelenbestand van Britse beursgenoteerde ondernemingen. In 1963 werd nog 54% van de aandelen in Britse beursgenoteerde ondernemingen door particuliere aandeelhouders gehouden, maar in 1997 was dit percentage geslonken tot 16,5%, terwijl meer dan 50% van de aandelen

171. Davies P. 2001, p. 8: “Ever since it was introduced, it has been debated whether it operates so as to put the interests of the employees on a par with those of the shareholders or whether it simply makes the point, as was probably already the law, that promotion of the interests of the members should be implemented by policies which recognise that shareholder benefit requires the interests of the workforce to be taken into account.”

172. Gemeten naar marktwaarde van beursgenoteerde ondernemingen ten opzichte van het bruto binnenlands product in een periode tussen 1913 en 1999 kwam het Verenigd Koninkrijk in een internationale vergelijking in zes van de negen decennia op plek 1 of 2 uit en in de resterende drie decennia tenminste in de top-5. Zie J.R. Franks, C. Mayer & S. Rossi, ‘Ownership: Evolution and Regulation’, working paper november 2006, te raadplegen via: <<http://www.ssrn.com>>, p. 18 (verwijzend naar data uit R.G. Rajan & L. Zingales, ‘The Great Reversals: the politics of financial development in the 20th century’, *Journal of Financial Economics* 2003, p. 5-50).

173. Davies P. 2001, p. 2 (verwijzend naar C.A.R. Crosland, *The Future of Socialism*, London: Jonathan Cape 1956, p. 275-276). Crosland’s beschouwing over het functioneren van aandeelhouders was een onderdeel van een door hem bepleite herbezinning op het traditionele socialistische gedachtegoed over de verhouding tussen overheid en bedrijfsleven in het licht van veranderde omstandigheden. Zie voor een analyse van de ideeën van Crosland en de impact daarvan R. Plant, ‘Social Democracy’, in D. Marquand & A. Seldon (reds.), *The ideas that shaped post-war Britain*, London: Fontana Press 1996, p. 163-194.

inmiddels werden gehouden door Britse institutionele beleggers, voornamelijk verzekeraars en pensioenfondsen.¹⁷⁴ Anders dan bijvoorbeeld in Duitsland uitte deze concentratie in aandelenbezit in Britse beursgenoteerde ondernemingen zich niet in een landschap van ‘blockholders’. Het hebben van een grootaandeelhouder was voor Britse beursondernemingen uitzonderlijk.¹⁷⁵ Vanwege het ontbreken van controlerende aandeelhouders werd het Britse stelsel van corporate governance in de literatuur wel aangeduid als een “outsider/arm’s-length” systeem als tegenpool van het door ‘insiders’ gedomineerd governance model van continentaal-Europese jurisdicties zoals Duitsland en Italië.¹⁷⁶ Deze tegenstelling was minder scherp dan het lijkt: onderzoek uit 1996 wees uit dat de zes grootste Britse institutionele beleggers gezamenlijk tenminste 20% van de aandelen in de grote Britse beursfondsen, 30% in de middelgrote fondsen en 36% in de kleine fondsen hielden.¹⁷⁷ Als zodanig waren relatief kleine coalities van Britse institutionele beleggers vaak in staat om de meerderheid van de stemrechten in aandeelhoudersvergadering van Britse beursgenoteerde ondernemingen – met mogelijke uitzondering van de hele grote beursfondsen – te controleren.¹⁷⁸

De relatieve concentratie van aandelenbezit van Britse beursgenoteerde ondernemingen bij een groep Britse institutionele beleggers, die bovendien deel uitmaakten van de onderling vertakte netwerken van de City of London, had twee effecten. Ten eerste konden Britse institutionele beleggers in wisselende coalities effectief optreden om in noodgevallen hun collectieve belangen ten opzichte

174. Zie Davies P. 2015, p. 27 (tabel 1). Cheffins komt op basis van andere data zelfs tot een relatief aandelenbezit van 70% van Britse institutionele beleggers. Zie B.R. Cheffins, ‘Does Law Matter? – the separation of ownership and control in the United Kingdom’, Working Paper september 2000, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>, p. 11. De oorzaken van deze verschuiving van particulier naar binnenlands institutioneel aandelenbezit waren voornamelijk gelegen in herzieningen in de Britse belastingwetgeving, de opkomst van ondernemingspensioensystemen en ontwikkelingen op de wereldwijde financiële markten. Zie Davies P. 2015, p. 5-6.

175. Cheffins 2000, p. 11 die hier nog aan toevoegt dat het voor “UK financial institutions” ongebruikelijk was om meer dan 5% van de aandelen van een individueel beursfonds te houden. Of Cheffins hiermee doelt op Britse institutionele beleggers in het algemeen of alleen op Britse financiële instellingen wordt uit de context niet duidelijk.

176. In deze zin B.R. Cheffins, ‘Dividends as a substitute for corporate law – the separation of ownership and control in the United Kingdom’, *ECGI law working paper* mei 2006, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>, p. 1: “Currently, Britain has an “outsider/arm’s-length” system of ownership and control, so called because most U.K. public companies lack a shareholder owning a large block of equity and those owning shares (typically institutional investors) generally refrain from taking a “hands-on” approach to the management of companies.”

177. Davies P. 2015, p. 10 (verwijzend naar onderzoeksresultaten uit G.P. Stapledon, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Oxford: Clarendon Press 1996).

178. Davies P. 2001, p. 12.

van boards van beursgenoteerde ondernemingen te verdedigen.¹⁷⁹ Ten tweede konden zij ook zelfreguleringsinitiatieven mede vormgeven waarmee de positie van aandeelhouders werd versterkt. Zo stuurden Britse institutionele beleggers succesvol aan op aanpassingen in de Listing Rules van de London Stock Exchange waardoor onder meer een vereiste voor aan de LSE genoteerde ondernemingen werd opgelegd om aandeelhoudersgoedkeuring voor bepaalde majeure transacties te vragen en nadere voorschriften ten aanzien van het uitsluiten van voorkeursrechten bij de uitgifte van nieuwe aandelen in de beursregels werden geïntroduceerd.¹⁸⁰ Een ander voorbeeld betrof de totstandbrenging via zelfregulering van regels over openbare overnamebiedingen in de vorm van de *‘Notes on Amalgamation of British Businesses’* van 1959 en daarna de *‘Takeover Code’* van 1968.¹⁸¹ Het initiatief om regels over openbare overnamebiedingen te formuleren was afkomstig van de Bank of England en was deels gedreven door de wens vanuit de City om regulering bij wetgeving te voorkomen waarop door politici en commentatoren na de opmerkelijk verlopen vijandige overname van British Aluminium in 1958 steeds nadrukkelijker werd aangedrongen.¹⁸² De door de Bank of England geformeerde werkgroep die achtereenvolgens de Notes en de Takeover Code opstelde, bestond uit afgevaardigden van de prominente Londense *‘merchant banks’* en *‘commercial banks’*, vertegenwoordigers van de London Stock Exchange en vertegenwoordigers van institutionele beleggers; Britse beursondernemingen en hun directors waren niet in de werkgroep vertegenwoordigd.¹⁸³ Mede als gevolg hiervan waren de overnameregels overwegend *‘shareholder friendly’*, in het bijzonder wat betreft de neutraliteitsregel voor de board van de doelwitvennootschap en de introductie van een verplicht bod-regeling.¹⁸⁴

De Britse overnameregels, in het bijzonder de inrichting van het systeem van toezicht en handhaving, zijn ook illustratief voor de mate van economische en sociale verwevenheid binnen de Britse zakenwereld waarvan destijds nog sprake was. In plaats van een toezichthouder van overheidswege met publiekrechtelijke bevoegdheden werd gekozen voor een door de City zelf georganiseerde private toezichthouder in de vorm van het Takeover Panel, een keuze die in 1967

179. Davies P. 2015, p. 6-7.

180. Ibid, p. 8-9.

181. Zie over de totstandkomingsgeschiedenis van de Notes en de Takeover Code Armour/Skeel 2007, p. 1758-1762.

182. Ibid, p. 1758-1759.

183. Ibid, p. 1758 en p. 1775.

184. Davies P. 2015, p. 7-8. Zie ook Armour/Skeel 2007, p. 1771: *“Institutional investors were involved at every stage of the drafting of the Code, right from its beginnings as the Notes. Because institutional investors have a clear interest in rules that maximize the expected gains to shareholders, it is not surprising that the emergence of a pro-shareholder approach to takeover regulation coincided with the emergence of institutional investors as a significant force in British share ownership.”*

door Labour-premier Wilson nog eens expliciet werd onderschreven.¹⁸⁵ In de periode tot 2000 beschikte de Takeover Panel niet over wettelijke handhavingsinstrumenten. Haar bevoegdheden berustten in plaats daarvan op informele arrangementen tussen onder meer het Panel, de London Stock Exchange en de Board of Trade die erop neerkwamen dat laatstgenoemde organen gebruik zouden maken van hun eigen bevoegdheden om actie te ondernemen tegen beursondernemingen en/of hun adviseurs als de Takeover Panel dit zou vragen.¹⁸⁶ Meer in het algemeen waren handhaving van de Takeover Code en de aanwijzingen van het Takeover Panel in hoge mate afhankelijk van de werking van onderlinge relaties in de City waarin het vooruitzicht van een publieke berisping (*public censure*) door het Takeover Panel daadwerkelijk tot nalevingsgedrag kon leiden.¹⁸⁷ Deze benadering lag ook expliciet besloten in de preambule van de gewijzigde versie van de Takeover Code uit 1981: *“The Code has not, and does not seek to have, the force of law, but those who wish to take advantage of the facilities of the securities markets in the United Kingdom should conduct themselves in matters relating to takeovers according to the Code. Those who do not so conduct themselves cannot expect to enjoy those facilities and may find that they are withheld.”*¹⁸⁸ De Britse Takeover Code ademde zo nadrukkelijk de geest van regulering en handhaving in eigen kring.

Ook onder het gewijzigd handhavingsregime dat sinds 2000 met de inwerkingtreding van de Financial Services and Markets Act van kracht is, is de traditionele oriëntatie op de eigen kring nog altijd zichtbaar in de figuur van de *‘cold shoulder’*. Deze sanctie bestaat erin dat de Financial Conduct Authority (FCA, voorheen de Financial Services Authority ofwel FSA) de bij haar onder toezicht staande instellingen, waaronder de Britse banken, de instructie kan geven om geen zaken te doen met een bepaalde partij waarvan wordt gevreesd dat deze zich niet aan de bepalingen van de Takeover Code houdt. Dit is in feite een formalisering van de sanctie van sociale uitsluiting.¹⁸⁹

185. Armour/Skeel 2007, p. 1760.

186. Davies/Worthington 2012, nr. 28-9.

187. In deze zin Armour/Skeel 2007, p. 1771-1772: *“Enforcement of private rules is feasible in an environment where parties interact repeatedly, as U.K. institutional investors do within the ‘Square Mile’ of the City of London. As repeat players, the institutions were able to agree on a mode of takeover regulation that was much cheaper than litigation, and to threaten reputational sanctions – like exclusion from the market – against those who refused to comply with the Code or Panel rulings.”*

188. Ibid, p. 1762.

189. Zie Davies/Worthington 2012, nr. 28-11: *“In this way, the range of the FCA’s sanctions is extended to companies and their directors: if they act, or are likely to act, in breach of the Code, they may find that they are denied the facilities of the City of London in relation to takeover bids.”*

Het Britse model werd in de jaren '80 op de proef gesteld. In deze periode kregen veel Britse beursondernemingen te maken met overnames dan wel met overnamepogingen.¹⁹⁰ De verhoogde activiteit in de overnamemarkt werd deels gedreven door Amerikaanse bidders, maar deels ook door binnenlandse 'corporate raiders' zoals Hanson en BTR. De CEO's van Hanson en BTR maakten nadrukkelijk geen deel uit van het Britse establishment, maar werden in de Britse pers aangemerkt als bevrijders van ondernemingen uit hun 'corporate bureaucracies' en werden in 1989 door hun vakgenoten verkozen tot topindustriëlen van het jaar.¹⁹¹ Een aantal beursondernemingen zoals Cadbury Schweppes en ICI wisten in deze jaren vijandige overnamepogingen af te wenden. De dreiging van een vijandige overname leidde er bij deze ondernemingen – en waarschijnlijk bij Britse beursondernemingen in het algemeen – wel toe dat het accent in de strategie nadrukkelijker op de noodzaak van het realiseren van 'shareholder value' kwam te liggen.

Kay wijst ter illustratie op de mission statements uit jaarverslagen van Imperial Chemical Industries Plc (ICI), het chemie- en farmacieconcern tot in de jaren '90 de grootste Britse industriële onderneming was. In 1987 vermeldde het jaarverslag als missie het volgende: "ICI aims to be the world's leading chemical company, servicing customers internationally through the innovative and responsible application of chemistry and related science (...) Through achievement of our aim, we will enhance the wealth and well-being of our shareholders, our employees, our customers and the communities which we serve and in which we operate." In 1991 verwierf Hanson een belang in ICI, een transactie die als opmaat voor een vijandige overnamepoging werd gezien. In 1994 luidde het mission statement van ICI als volgt: "Our objective is to maximise value for our shareholders by focusing on businesses where we have market leadership, a technological edge and a world competitive cost base." Op dat moment had ICI haar farmaceutische tak reeds verzelfstandigd via een spinoff naar de Zeneca Group, de voorloper van het huidige AstraZeneca. In de jaren erna zouden nadere desinvestingen volgen totdat ICI uiteindelijk zelf in 2007-2008 door Akzo-Nobel werd overgenomen.¹⁹²

Begin jaren '90 kreeg het Verenigd Koninkrijk te maken met drie achtereenvolgende implosies van beursondernemingen. In 1990 bezweek de Britse textielonderneming Polly Peck, in de jaren '80 groot geworden door een agressief expansiebeleid, onder een schuldenlast van GBP 1,3 miljard, in 1991 ging de

190. B.R. Cheffins, 'The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why?', *ECGI law working paper* mei 2015, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>, p. 13.

191. Ibid, p. 13-14 en p. 43.

192. J. Kay, *Other People's Money*, London: Profile Books 2015, p. 46-47.

van origine Pakistaanse Bank of Credit and Commerce International (BCCI) ten onder en in 1992 raakte het mediaconglomeraat van de excentrieke Britse zakenman Maxwell (Maxwell Communications en Mirror Group Plc, beide beursgenoteerde ondernemingen) in staat van faillissement. Bij alle drie de gevallen bleek later sprake te zijn van onregelmatigheden in de financiële verslaggeving. Ook was in deze periode bij institutionele beleggers en in de media aandacht voor het functioneren van beursgenoteerde ondernemingen in meer algemene zin ontstaan door de recessie waarin de Britse economie in het begin van de jaren '90 kwam te verkeren. Onder meer door de constatering dat het niveau van bezoldiging van directors van beursgenoteerde ondernemingen nog steeds steeg terwijl de bedrijfsresultaten daalden ontstond een besef dat het stelsel van bestuur en toezicht bij Britse beursondernemingen niet goed functioneerde.¹⁹³

De hierboven beschreven voorvallen zouden een katalysator vormen voor de ontwikkeling van regels op het gebied van corporate governance in het Verenigd Koninkrijk, te beginnen met de Cadbury Code uit 1992.¹⁹⁴ De Cadbury Code was opgenomen in het in december 1992 verschenen eindrapport van de *'Committee on Financial Aspects of Corporate Governance'*, verkort naar haar voorzitter Cadbury (voormalig CEO Cadbury-Schweppes) aangeduid als de Cadbury Committee. De Cadbury Committee was in mei 1991 ingesteld door de London Stock Exchange en het Financial Reporting Council vanwege een toenemende zorg over de erosie van vertrouwen van het beleggend publiek in de financiële verslaggeving door beursondernemingen.¹⁹⁵ Het werk van de Cadbury Committee zag uiteindelijk vooral op de kwaliteit van bestuur en toezicht binnen beursondernemingen, dit vanwege de overtuiging dat de oorzaak van de problemen niet zozeer in het proces van financiële verslaggeving was gelegen, maar eerder in gebreken in het bestel van corporate governance.¹⁹⁶ De Cadbury Committee stelde een *'Code of Best Practices'* voor, waarbij zij de

193. Cheffins 2015, p. 28.

194. Cheffins 2015, p. 22-24 wijst erop dat ook voor het uitbreken van de schandalen al sprake was van een toenemende belangstelling in het Verenigd Koninkrijk voor het fenomeen corporate governance. In zoverre is het niet juist om de schandalen als de aanleiding voor het instellen van de Cadbury Committee aan te merken zoals in Davies/Worthington 2012, nr. 14-70 lijkt te worden gesuggereerd.

195. Cheffins 2015, p. 24-25.

196. Davies/Worthington 2012, nr. 14-70. Zie ook Cheffins 2015, p. 29-30 die erop wijst dat de schandalen rond BCCI en Maxwell, die na de instelling van de Cadbury Committee in de openbaarheid kwamen, ook van invloed zijn geweest op de reikwijdte van het werk van de Cadbury Committee en op de ontvangst van de Cadbury Code.

aanbeveling aan de London Stock Exchange deed om in de Listing Rules een verplichting voor aan de LSE genoteerde ondernemingen in te voeren om jaarlijks een ‘comply or explain’ statement over deze best practices af te geven.¹⁹⁷ De Cadbury Committee had hiermee een nieuwe vorm van zelfregulering geïntroduceerd.¹⁹⁸

Inhoudelijk zagen de best practices van de Cadbury Code voornamelijk op het versterken van de positie van de non-executive directors ten opzichte van de executive directors en op het functioneren van de interne- en externe auditfuncties. De Cadbury Code bevatte geen concrete best practices met betrekking tot aandeelhouders. Wel was in het rapport van de Cadbury Committee een apart hoofdstuk over de positie van aandeelhouders opgenomen.¹⁹⁹ In algemene zin moedigde de Cadbury Committee institutionele beleggers aan om een positieve bijdrage te leveren aan de corporate governance van beursondernemingen door gebruik te maken van hun stemrechten en door op regelmatige basis contacten met de board te onderhouden. De Cadbury Committee maakte ook duidelijk dat het primair de taak van de aandeelhouders, in het bijzonder van institutionele beleggers, zou zijn om op de naleving van de Code toe te zien: *“Because of the importance of their collective stake, we look to the institutions in particular, with the backing of the Institutional Shareholders’ Committee, to use their influence as owners to ensure that the companies in which they have invested comply with the Code. The widespread adoption of our recommendations will turn in large measure on the support which all shareholders give to them. The obligation on companies to state how far they comply with the Code provides institutional and individual shareholders with a ready-made agenda for their representations to boards. It is up to them to put it to good use. The Committee is primarily looking to such market-based regulation to turn its proposals into action.”*²⁰⁰

In zekere zin greep de Cadbury Committee met de Cadbury Code in combinatie met het comply or explain-mechanisme in de Listing Rules en de positionering van institutionele beleggers als beoogde opzichters terug op de traditie van regulering en handhaving in eigen kring zoals die eerder bij onder meer de Takeover Code was toegepast. In zoverre was de Cadbury Code een product van een bijzondere maatschappelijke en institutionele context. Het format van de code sloeg goed aan. In 1995 leverde de Greenbury Committee een rapport over bestuurdersbezoldigingen op en in januari 1998 presenteerde de ‘Committee on Corporate Governance’, naar haar voorzitter ook wel de Hampel Committee

197. Cadbury Report 1992, nrs. 3.7-3.10.

198. Cheffins 2015, p. 27.

199. Cadbury Report 1992, nrs. 6.1-6.16.

200. Ibid, nr. 6.16.

genoemd, haar review van de Cadbury Code.²⁰¹ Inmiddels hadden naast de London Stock Exchange en de Financial Reporting Council ook andere organisaties, waaronder het Institute for Directors en de Confederation of British Industry zich als ‘sponsors’ van de corporate governance-beweging opgeworpen.²⁰² De Hampel Committee onderschreef uiteindelijk²⁰³ de door de Cadbury Committee gekozen vorm en opzet van de Code en adviseerde om het werk van de Cadbury Committee, de Greenbury Committee en de Hampel Committee te bundelen tot één gecombineerde code. Deze integrale code, de UK Combined Code on Corporate Governance, werd in juni 1998 vastgesteld.²⁰⁴ Hiermee had de Code definitief een vaste plek gekregen in het Britse landschap voor beursvennootschappen.

7.3.2 *Herziening en internationale export (1998-2006)*

In 1997 won Tony Blair de Britse verkiezingen met een verkiezingsprogramma dat met ‘*New Labour*’ werd aangeduid. Blair was de eerste Labour-premier van het Verenigd Koninkrijk sinds Callaghan (premier van 1976 tot 1979). In de begindagen was er twijfel over de houding die de nieuwe Labour regering zou innemen tegenover het Britse bedrijfsleven, in het bijzonder wat betreft de ruimte die het bedrijfsleven onder de conservatieve regeringen van Thatcher en Major had gekregen om via zelfregulering zoals de UK Combined Code en de Takeover Code in eigen spelregels met eigen handhaving te voorzien. Aanvankelijk waren er inderdaad signalen dat de regering voornemens was om het beursvennootschappen voor regulering op het gebied van corporate governance naar zich toe te trekken.²⁰⁵ De leiders van New Labour, naast Blair voornamelijk

201. Rapport van de Committee on Corporate Governance (Hampel Committee), London: Gee Publishing 1998, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.

202. Zie het voorwoord van het Hampel Report, p. 5 onder 2: “*The committee’s sponsors are the London Stock Exchange, the Confederation of British Industry, the Institute of Directors, the Consultative Committee of Accountancy Bodies, the National Association of Pension Funds and the Association of British Insurers.*”

203. Zie Davies/Worthington 2012, nr. 14-72 die opmerken dat een eerder tussenrapport van de Hampel Committee nog kritisch was over de door de Cadbury Committee gelegde link tussen goede governance en goede economische prestaties van de betreffende ondernemingen en dat dit rapport ook een impliciet verwijt aan het adres van de Cadbury Committee bevatte dat zij had aangezet tot een “*box ticking approach*” ten aanzien van corporate governance.

204. Committee on Corporate Governance (Hampel Committee), *The Combined Code – Principles of Good Governance and code of best practice*, juni 1998, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.

205. In deze zin A.J. Dignam, ‘Lamenting Reform? The Changing Nature of Common Law Corporate Governance Regulation’, working paper 2007, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>, p. 10. Dignam wijst op de toenmalige onvrede in Labour-kringen over het rapport van de Hampel Committee omdat deze in haar eindrapport de suggestie voor de invoering van een dualistisch model van bestuur en toezicht in het Britse ondernemingsrecht naar Duits voorbeeld had afgewezen.

Brown en Mandelson, stond echter een andere verhouding tussen overheid en bedrijfsleven voor ogen dan de radicale koers van het Labour uit de oppositie-jaren. Het programma van New Labour was gebaseerd op het in hoofdstuk 3 al genoemde concept van de *'Third Way'*,²⁰⁶ waarin de overheid niet zozeer aanstuurt op herverdeling van private inkomsten via het actief aansturen dan wel beteuvelen van het bedrijfsleven, maar in plaats daarvan het bedrijfsleven juist stimuleert en faciliteert om zo via een toename in belastinginkomsten het netwerk van uitgebreide sociale voorzieningen te bekostigen. Deze strategie was richting het bedrijfsleven niet gericht op interventie van overheidswege, maar op het gebruik maken van of zelfs actief aanmoedigen van marktoplossingen en het accepteren van de uitkomsten ervan. Illustratief voor deze nieuwe houding is de uitspraak van Mandelson, op dat moment minister van handel en industrie, uit 1998 in antwoord op een vraag of de regering anti-succes was: *"We are intensely relaxed about people becoming filthy rich, as long as they pay their taxes."*²⁰⁷

De Britse regering onder Blair zette vanuit het New Labour-programma in op een modernisering van het Britse ondernemingsrecht. In maart 1998 lanceerde minister van handel en industrie Beckett onder de titel *'Modern Company Law for a Competitive Economy'* het grootschalige Company Law Review project.²⁰⁸ De review zou in opdracht van het ministerie van handel en industrie (*'department of trade and industry'* ofwel DTI) worden uitgevoerd door de *'Company Law Review Steering Group'*, een interdisciplinaire en onafhankelijk groep experts onder leiding van een fulltime projectmanager, de reeds in §5.3.1 hiervoor genoemde Rickford. Doel van de Review was om te komen tot een integrale herbeoordeling en waar nodig herziening van het bestaande bestel van het Britse ondernemingsrecht in de volle breedte. Het betrof in het bijzonder de bestaande ondernemingsrechtelijke wetgeving, dat wil zeggen de Companies Act in de versie van 1985 en verschillende samenhangende wetten, die volgens de DTI *"over complex, convoluted and inaccessible in structure and style, over formal, outdated in parts, excessively detailed and over-regulatory"* was.²⁰⁹ De Steering Group kreeg de opdracht om voorstellen te doen voor "a

206. Zie Giddens 1998 voor de intellectuele onderbouwing.

207. Opgetekend in diens autobiografie P. Mandelson, *The Third Man: life at the heart of New Labour*, London: Harper Press 2010, p. 265. Mandelson deed deze uitlating tijdens een bezoek aan Silicon Valley in Amerika in antwoord op een vraag van de toenmalige CEO van Hewlett Packard. In zijn autobiografie beklagt Mandelson zich over het feit dat de toevoeging *"as long as they pay their taxes"* in latere weergaven van zijn uitspraak door anderen vaak werd weggelaten.

208. Rickford 2002a, p. 325. Ironisch genoeg zou Beckett bij de eerste *'cabinet reshuffle'* in de zomer van 1998 al worden vervangen als minister van handel en industrie omdat zij volgens premier Blair onvoldoende prioriteit zou hebben gegeven aan het revitaliseren van de Britse economie. Zie Mandelson 2010, p. 261.

209. Rickford 2002a, p. 325.

*framework of law which promotes the competitiveness of British companies, strikes a proper balance between the interests of those concerned with companies, in the context of straightforward, cost-effective and fair regulation, and promotes consistency, predictability and transparency in the law.*²¹⁰ De Steering Group zou tussen februari 1999 en juli 2001 naast verschillende deelstudies vier uitgebreide consultatierapporten publiceren waarin niet alleen aanbevelingen op hoofdlijnen, maar ook gedetailleerde wetsvoorstellen waren opgenomen.²¹¹ Het werk van de Steering Group vormde de basis voor de Companies Act 2006 die in de jaren erna ontwikkeld zou worden en uiteindelijk in de periode tussen 2006 en 2009 gefaseerd zou worden ingevoerd.²¹²

Een van de fundamentele vragen waar de Steering Group zich over moest buigen was de vraag of de historisch gegroeide juridische doeloriëntatie van ondernemingen op de belangen van hun members/aandeelhouders in de huidige tijd nog het juiste middel was om te komen tot optimale randvoorwaarden voor creatie van economische en maatschappelijke waarde.²¹³ Meer specifiek was de vraag of het ondernemingsrecht directors niet expliciet zou moeten toestaan – of zelfs zou moeten verplichten – om zich niet enkel naar de belangen van de aandeelhouders te richten, maar ook naar belangen van andere stakeholders zoals werknemers en zakenrelaties of naar een breder publiek belang.²¹⁴ De Steering Group kwam op dit punt uiteindelijk tot een gebalanceerd voorstel dat op drie pijlers berustte.

210. Ibid.

211. Zie voor een samenvatting Rickford 2002a en Rickford 2002b.

212. De reden dat de Companies Act 2006 gefaseerd moest worden ingevoerd is gelegen in het feit dat het wetgevingsprogramma in het Britse parlement telkens per jaar wordt vastgesteld (de zogeheten ‘*sessions of Parliament*’) waarbij de concrete wetgevingsinitiatieven telkens in de ‘*Queen’s Speech*’ bij de ‘*State Opening*’ worden aangekondigd. Wetgevingstrajecten die niet binnen een bepaalde session of Parliament worden afgerond komen bij het einde van de session automatisch te vervallen. Dit noopt tot het opdelen van grote wetgevingstrajecten in kleinere stukken die telkens binnen een bepaalde session kunnen worden ingevoerd.

213. Zie de algemene overweging die de Steering Group met betrekking tot het doel van het ondernemingsrecht had geformuleerd: “[W]e regard the role of company law as to facilitate the exercise of effective business choices so as to maximise wealth and welfare, not only for participants, but for all affected by the operation of companies. In most circumstances, the best way of achieving this is to provide the means, and in particular the necessary information, for choices to be exercised and effective commercial relations established in a market economy, without public intervention. However, such intervention may be necessary to preserve standards and secure the interests of those with economic relationships with the company and the interests of the wider community.” Opgenomen in The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy – Developing the Framework*, consultation document on company law reform no. 5, maart 2000, nr. 2.4.

214. Ibid, nr. 2.7.

Als eerste pijler zou de doelstelling van de onderneming – en daarmee de ‘*fiduciary duties*’ van haar directors – in juridische zin primair op de belangen van de aandeelhouders gericht blijven. De Steering Group stelde voor om dit ook expliciet in de wet vast te leggen zodat duidelijk was dat de fiduciary duties weliswaar in relatie tot de vennootschap golden, maar dat zij uiteindelijk op “*the success of the company for the benefit of its members*” waren gericht. Het alternatief waarbij de belangen van andere stakeholders op gelijke hoogte met die van de aandeelhouders geplaatst zouden worden werd door de Steering Group als onwerkbaar van de hand gewezen omdat hiervoor geen effectief systeem van verantwoording en controle mogelijk was.²¹⁵ Om dezelfde reden stelde de Steering Group voor om ook het concept van ‘*shareholder control*’ waarbij aandeelhouders via het recht van benoeming en ontslag van directors en de rechten van instructie en statutenwijziging de uiteindelijke controle over de onderneming hebben te handhaven. Dit voorstel is uiteindelijk ingevoerd in section 172 CA 2006.

De tweede pijler bestond erin dat de belangen van andere stakeholders (‘*other constituencies*’) expliciet zouden worden opgenomen in de wettelijke omschrijving van de ‘*fiduciary duty of loyalty*’.²¹⁶ Hiermee beoogde de Steering Group de overtuiging tot uitdrukking te brengen dat voor het effectief behartigen van de belangen van de aandeelhouders ook vereist is dat zorgvuldig met de belangen van bepaalde andere groepen stakeholders wordt omgegaan. De Steering Group gaf op dit punt een nieuwe invulling aan het welbegrepen eigen belang van aandeelhouders, een concept dat werd aangeduid als ‘*enlightened shareholder value*’.²¹⁷ Met dit concept kon de normatieve en juridische oriëntatie op de belangen van aandeelhouders worden behouden.²¹⁸ Directors zouden gehouden zijn om zich bij de vervulling van hun taken te richten naar de belangen van de aandeelhouders, maar zij zouden in dat kader wel aandacht

215. Zie voor een uitleg van deze overwegingen voor een continentaal-Europees publiek Rickford 2002a, p. 329-330.

216. CLR Developing the Framework 2000, nr. 2.19.

217. Rickford 2002a, p. 329-330.

218. Illustratief is CLR Developing the Framework 2000, nr. 2.21: “*It may be asked whether this proposal overall is an ‘enlightened shareholder value’ or a ‘pluralist’ one. The overall objective should be pluralist in the sense that companies should be run in a way which maximises overall competitiveness and wealth and welfare for all. But the means which company law deploys for achieving this objective must take account of the realities and dynamics which operate in practice in the running of commercial enterprise. It should not be done at the expense of turning company directors from business decision makers into moral, political or economic arbiters, but by harnessing focused, comprehensive, competitive business decision making within robust, objective professional standards and flexible, but pertinent accountability.*”

moeten besteden (“*have regard to*”) aan bepaalde factoren zoals de waarschijnlijke gevolgen van een ondernemingsbeslissing op de korte en de lange termijn,²¹⁹ de noodzaak voor een onderneming om bestendige relaties met zakenpartners te vestigen en te onderhouden en de belangen van de werknemers van de onderneming.²²⁰ Ook dit voorstel is overgenomen in section 172 CA 2006, zij het in aangepaste vorm.

De derde pijler had betrekking op de wijze van toezicht en handhaving ten aanzien van de wijze waarop ondernemingen met de belangen van hun stakeholders omgingen. Zoals hiervoor al is opgemerkt koos de Steering Group er voor om het concept van shareholder control in stand te laten. Het zouden dus uiteindelijk de aandeelhouders zijn die gebruikmakend van hun rechten al dan niet consequenties zouden kunnen verbinden aan de wijze waarop directors invulling hadden gegeven aan hun taak om te streven naar ‘enlightened shareholder value’.²²¹ Ter verbetering van het functioneren van dit controlemechanisme stelde de Steering Group voor om voor beursvennootschappen een flankerende transparantieplichting in te voeren op grond waarvan ondernemingen in hun jaarverslag een ‘*Operating and Financial Review*’ (OFR) zouden moeten opnemen.²²² In de OFR zou de board van de betreffende onderneming jaarlijks onder meer een beschrijving van de verhouding met de werknemers en zakenrelaties en de impact van de activiteiten van de onderneming op het milieu en op de maatschappij moeten geven. In zaken van publiek belang zou de overheid bovendien aanwijzingen aan ondernemingen kunnen geven om de OFR met bepaalde gegevens aan te vullen indien de oorspronkelijke OFR niet afdoende zou worden geacht. De strekking van de OFR was om enerzijds ondernemingen

219. De ontwerp teksten van de Steering Group spraken nog van “*taking account of both the short and the long term consequences of his acts*”. Zie CLR Developing the Framework 2000, nr. 3.40 onder 1(b). In de uiteindelijke tekst van de CA 2006 (section 172 lid 1 onder a) wordt alleen gesproken over “*the likely consequences of any decision in the long term*”.

220. Ook op dit punt wijkt de uiteindelijke tekst van de CA 2006 (section 172 lid 1 onder b) af van het oorspronkelijke voorstel van de Steering Group (CLR Developing the Framework 2000, nr. 3.40 onder 1(c)aa). In het voorstel van de Steering Group werden werknemers op één lijn gesteld met andere partijen waarmee de onderneming lange termijn relaties moest onderhouden, in de CA 2006 zijn de belangen van werknemers afzonderlijk als in acht te nemen factor benoemd.

221. Elders in de Company Law Review stelde de Steering Group in navolging van een advies van de Law Commission uit 1997 voor om een wettelijke regeling voor een afgeleide actie voor aandeelhouders in te voeren. De ratio hiervoor was dat het op grond van de common law voor aandeelhouders in veel gevallen niet mogelijk was om namens de vennootschap een vordering in te stellen tegen een director op de grond van een schending van diens fiduciary duties tegen de vennootschap. Uiteindelijk is een dergelijke afgeleide actie in section 260 CA 2006 ingevoerd. Zie over deze figuur Davies/Worthington 2012, nrs. 17-12 t/m 17-26.

222. CLR Developing the Framework 2000, nr. 2.19.

de markt over stakeholder-aangelegenheden te laten informeren en anderzijds om via het proces van verplichte openbaarmaking ook de aandacht van de board nadrukkelijk op deze aangelegenheden te vestigen.²²³ Uiteindelijk heeft de Labour regering (in de derde termijn van Blair) in 2005 besloten om niet tot invoering van een wettelijk verplichte OFR over te gaan.

Volgens de politiek commentator Hutton was de reden voor de uiteindelijke afwijzing van de OFR, ondanks parlementaire steun voor het ontwerp, gelegen in een wens van Blair en Brown om niet als anti-business gezien te worden. Zo had Blair voor zijn laatste herverkiezing tot premier tot tweemaal toe in de Queen's Speech aangekondigd dat hij een wetsontwerp voor het gedeelte van de Companies Act met de OFR erin zou blokkeren. Volgens Hutton heeft Brown in 2005 zonder dit vooraf met het DTI af te stemmen in het openbaar aangekondigd dat de OFR zou worden geschrapt, iets wat hem – in een voor Britse begrippen vrij ongebruikelijke situatie – op openlijke kritiek van de hoogste ambtenaar van het departement kwam te staan.²²⁴

Met de hierboven beschreven voorstellen voor de inbedding van stakeholdersbelangen in het Britse ondernemingsrecht bleef de Steering Group dicht bij de historisch gegroeide structuur van de Britse maatschappij in het algemeen en de Britse kapitaalvennootschap in het bijzonder. Dat de Steering Group bijvoorbeeld niet tot een aanbeveling voor een model van werknemersvertegenwoordiging in het bestel van corporate governance kwam is gelet op de traditioneel antagonistische systeem van arbeidsverhoudingen in het Verenigd Koninkrijk niet onlogisch.²²⁵ Door in plaats daarvan met betrekking tot stakeholders een combinatie van een ondergeschikte taakopdracht voor directors en een verantwoordingsplicht in de OFR in de context van het bestaande systeem van verantwoording en controle door aandeelhouders voor te stellen, stuurde de Steering Group in wezen aan op een marktoplossing binnen de bestaande kaders van het rechtssysteem. Daarmee pleitte de Steering Group voor een systeem van gedragsnormen en verantwoordingsplichten dat een zekere gelijkenis met het mechanisme van de UK Combined Code voor normen van goed ondernemingsbestuur vertoonde. Door het besluit van de Labour-regering om de eerste twee pijlers van het voorstel van de Steering Group in te voeren maar om af te zien van de invoering van de OFR werd evenwel een informatiecomponent die mede richting had moeten geven aan deze marktoplossing uit het systeem gehaald. Het is de vraag in hoeverre de effectiviteit van het door de Steering Group voorziene regeling die uiteindelijk in section 172 CA 2006 is geïmplementeerd hiermee is ondergraven.

223. Dignam 2007, p. 13-16.

224. Zie W. Hutton, *How Good We Can Be*, London: Little, Brown 2015, p. 125-126.

225. Hierover R. Taylor, 'Industrial Relations: Regulation against Voluntarism', in D. Marquand & A. Seldon (reds.), *The ideas that shaped post war Britain*, London: Fontana Press 1996, p. 88-121.

Ook op het punt van de Combined Code en de Takeover Code zou de Labour-regering de bestaande structuren intact laten. Zo kwam een door de regering geïnitieerde review van de Combined Code door Higgs in januari 2003 tot de conclusie dat de keuze van de Cadbury Committee om gedragsnormen voor goed ondernemingsbestuur via een code voor te schrijven in plaats van via wetgeving nog altijd de juiste was.²²⁶ Daarnaast zette de Britse regering er bij de onderhandelingen op Europees niveau over de nieuwe Overnamerichtlijn nadrukkelijk op in dat de flexibele wijze van functioneren van het Takeover Panel behouden zou kunnen blijven.²²⁷ Dit werd uiteindelijk bereikt door het Takeover Panel in section 942 CA 2006 aan te wijzen als de bevoegde autoriteit in het kader van de in de CA 2006 geïmplementeerde regels uit de Overnamerichtlijn. Tot slot werd ook bij de implementatie van Europese richtlijnen op het gebied van het financieel toezicht zoveel mogelijk gekozen voor inpassing binnen bestaande structuren. Zo werd in 2000 met de Financial Services and Markets Act (FSMA) de bevoegdheid tot het vaststellen van de Listing Rules overgeheveld van de London Stock Exchange naar de FSA. De FSA was ook het verantwoordelijke orgaan voor het uitoefenen van toezichtstaken op het gebied van prudentieel toezicht. Wat de institutionele vormgeving en inbedding betreft was FSA een zelfstandig bestuursorgaan en zij werd via boetes en verplichte bijdragen geheel uit private middelen gefinancierd. De bestuurders van de FSA werden benoemd en ontslagen door het Ministerie van Financiën, waarbij een belangrijk deel van de bestuurders uit de praktijk werd gerekruteerd en er – zeker op stafniveau – sprake was van een ‘*revolving door*’ effect tussen de FSA en het bedrijfsleven.²²⁸ De FSMA bevatte uitgebreide delegatiebepalingen op grond waarvan de FSA bevoegd was om zelf regelgeving op uiteenlopende terreinen vast te stellen.²²⁹ Met deze concentratie van toezichtstaken en gedelegeerde regelgevingsbevoegdheden bij een toezichthouder die qua institutionele opmaak en personele bezetting relatief nauw verbonden was met de sector op wie zij toezicht hield kon de traditie van regulering en handhaving in eigen kring in zekere zin worden voortgezet.

226. D. Higgs, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, rapport in opdracht van DTI, januari 2003, te raadplegen via <<http://www.ecgi.org>>, p. 3: “From the work I have done, I am clear that the fundamentals of corporate governance in the UK are sound, thanks to Sir Adrian Cadbury and those who built on his foundations. The Combined Code and its philosophy of “comply or explain” is being increasingly emulated outside the UK. It offers flexibility and intelligent discretion and allows for the valid exception to the sound rule. The brittleness and rigidity of legislation cannot dictate the behaviour, or foster the trust, I believe is fundamental to the effective unitary board and to superior corporate performance.” Zie ook Davies/Worthington 2012, nr. 14-73 die het Higgs rapport aanduiden als “a ringing endorsement of the approach of the Cadbury Committee.”

227. Davies/Worthington 2012, nr. 28-4.

228. Over het revolving door-effect bij de FSA gaat B. Masters, ‘Enter the Revolving Regulators’, *Financial Times* 23 april 2012.

229. Davies/Worthington 2012, nr. 3-8.

Het vasthouden aan het concept van ‘shareholder control’ in het bestel van corporate governance betekende dat aandeelhouders van Britse beursgenoteerde ondernemingen in normatief opzicht een sleutelrol hadden te vervullen. De aandeelhouders dienden immers controle uit te oefenen op de wijze waarop de directors invulling gaven aan hun fiduciary duties, ook wat betreft de in section 172 CA 2006 voorgeschreven omgang met de belangen van andere stakeholders. Ook was het aan de aandeelhouders om de directors via hun controlebevoegdheden af te rekenen op de gegeven verantwoording over de naleving van de Code. Tot slot hadden aandeelhouders op grond van de Takeover Code nog altijd de alles beslissende zeggenschap over de uitkomst van overnamepogingen rond Britse beursvennootschappen. In zoverre was het functioneren van het Britse model van corporate governance in belangrijke mate afhankelijk van het functioneren van de aandeelhouders van Britse beursondernemingen. Vanwege hun prominente positie in het aandeelhoudersbestand van Britse beursondernemingen, lag het voor de hand dat in het bijzonder de Britse institutionele beleggers op dit functioneren zouden worden aangesproken.

De rol van Britse institutionele beleggers in het bestel van corporate governance van Britse beursondernemingen kwam onder meer aan bod in het rapport *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, dat in 2001 in opdracht van Minister van Financiën Brown door Myners werd opgesteld.²³⁰ Myners concludeerde in zijn rapport dat dat institutionele beleggers nog te weinig deden aan actief ‘engagement’ met de beursondernemingen waarin zij belegden en dat zij daarmee de belangen van hun eigen achterban (bijvoorbeeld pensioenge-rechtigden bij pensioenfondsen) tekort deden.²³¹ Als oplossing voor het gebrek aan engagement door institutionele beleggers stelde Myners voor om pensioenfondsen bij wijze van code²³² voor te houden om naar Amerikaans voorbeeld de

230. P.A. Myners, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, rapport in opdracht van HM Treasury van 6 maart 2001, te raadplegen via <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk>>. Het doel van het Myners Report was overigens niet om het gedrag van institutionele beleggers in hun hoedanigheid van aandeelhouder in Britse beursondernemingen te onderzoeken, maar om in meer algemene zin het proces van investeringsbeslissingen en allocatie van beschikbare middelen over verschillende soorten investeringen te onderzoeken.

231. Myners Report 2001, nrs. 5.79-5.94.

232. Myners was zeer gecharmeerd van het door de Cadbury Committee ontwikkelde code-instrument: “Further change is needed. My strong preference, however, is for the industry – if it is willing – to drive change forward itself. Legislation, though it might in the end prove necessary, is likely to be a blunt instrument to tackle the kinds of problem I have described. The review therefore believes it is important at least to attempt to seek an effective approach which does not rely on direct Government intervention in banning or directly determining behaviour. The approach I have in mind is consciously based on the precedent of the Combined Code of the Committee on Corporate Governance and the various codes that preceded it. Such codes can be (and have been) criticised, for lacking teeth. In fact I believe history suggests otherwise. The voluntarist approach, allied with transparency, may not appeal to the purist. It cannot deliver perfection. Nevertheless, corporate governance practices in this country are unrecognisable from the pre-Cadbury world. On any reasonable

verplichting tot actief aandeelhouderschap in beheersmandaten op te nemen.²³³ Ook de Steering Group benadrukte in haar eindrapport van de Company Law Review uit juli 2001 nog eens de centrale functie van institutionele beleggers in het bestel van governance. Actief aandeelhouderschap was volgens de Steering Group niet alleen van belang voor de institutionele beleggers zelf, maar was ook “*a matter of corporate governance, impinging on the properly disciplined and competitive management of British business and industry.*”²³⁴ In de jaren na het Myners Report was daadwerkelijk sprake van een toename van activisme vanuit aandeelhouders.²³⁵ Dit activisme werd voornamelijk gedreven vanuit gespecialiseerde fondsen van Britse pensioenbeheerders.²³⁶

Alles overziende was het Britse systeem van corporate governance in de jaren na de eeuwwisseling een model waar vanuit andere landen overwegend met bewondering naar werd gekeken. Zeker op het punt van de Cadbury Code mocht het Britse recht zich in het buitenland op bijzondere belangstelling verheugen.²³⁷ Ook het werk van de Steering Group in de Company Law Review werd internationaal uitgedragen, bijvoorbeeld via de publicaties in Nederland van Rickford²³⁸ en de participatie van Davies in het internationale ‘*Anatomy of Corporate Law*’ project.²³⁹ Ook de Britse financiële markten werden in internationaal verband als een succesverhaal gezien. De Londense beurs was mede vanwege het bieden van een aantrekkelijk regime onder de Listing Rules zeer succesvol in het binnenhalen van nieuwe beursnoteringen uit het binnenland en buitenland, ook voor kleinere ondernemingen via de aparte ‘*Alternative*

analysis, these codes have done their job. I believe it should be possible to apply a parallel approach to pension funds and other institutional investors, and that such an approach could be a proportionate response to the problems the review describes.” Zie Myners Report 2001, voorwoord p. 2-3.

233. Ibid, nrs. 5.89-5.92.

234. The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy – Final Report*, juli 2001, nr. 3.54.

235. B.R. Cheffins, ‘The Stewardship Code’s Achilles Heel’, working paper juli 2010, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>, p. 9.

236. Zie voor een voorbeeld M. Becht, J.R. Franks, C. Mayer & S. Rossi, ‘Returns to shareholder activism’, in W.W. Bratton & J.A. McCahery (reds.), *Institutional Investor Activism*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 223-260 (origineel gepubliceerd in *Review of Financial Studies* 2009).

237. Zie in Nederland bijvoorbeeld Van Welzen 1993 en Calkoen 1994. Zie in meer algemene zin over dit fenomeen B.R. Cheffins, ‘Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter’, working paper december 1999, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

238. Zie Rickford 2002a, Rickford 2002b en Rickford 2003 en het door Rickford gecoördineerde onderzoeksproject dat uitmondde in de bundel Rickford et al. 2003.

239. Kraakman et al. 2004.

Investment Market (AIM).²⁴⁰ De FSA kreeg als toezichthouder waardering vanuit het internationale bedrijfsleven vanwege haar toegankelijkheid, haar mate van responsiviteit ten aanzien van de behoeften van marktpartijen en haar “*measured, non-enforcement approach to ensuring compliance.*”²⁴¹ De FSA was als ‘moderne’ toezichthouder primair op marktoplossingen georiënteerd.²⁴² In de jaren vlak voor de financiële crisis zag het ernaar uit dat dit toezichtsmodel op korte termijn ook in andere landen navolging zou vinden. Zodoende was het beeld dat het Verenigd Koninkrijk de internationale – of in ieder geval de Europese – concurrentieslag als vestigingsplaats voor beursgenoteerde ondernemingen zou gaan winnen, zo niet al had gewonnen.

7.3.3 Onzekerheid en onrust (2008-)

In het verlengde van de financiële crisis van 2008 en de jaren erna kwam een aantal onvolkomenheden in het Britse model van corporate governance en toezicht aan de oppervlakte. Zo werd de FSA, voor de crisis nog internationaal bewonderd, het voorwerp van felle kritiek over de wijze waarop zij haar taken op het gebied van prudentieel toezicht had uitgeoefend.²⁴³ Dit leidde in 2010 tot een initiatief van de nieuwe Minister van Financiën Osborne om de toezichtsstructuur ingrijpend te herzien.²⁴⁴ Hierbij zou het prudentieel toezicht op financiële instellingen van de FSA worden overgeheveld naar de Bank of England (via een nieuwe ‘*Prudential Regulation Authority*’) en zou de FSA worden omgevormd tot de ‘*Financial Conduct Authority*’ (FCA) met een beperkter mandaat, een gewijzigde institutionele structuur en een andere beleidsagenda. De gewijzigde toezichtstructuur werd ingevoerd met de Financial Services Act 2012 en trad per april 2013 in werking, een stap die door Osborne als “*the start*”

240. J.M. Mendoza, ‘Securities regulation in low-tier listing venues: the rise of the alternative investment market’, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* 2008, p. 257-328.

241. E. Ferran, ‘The Break-up of the Financial Services Authority’, working paper november 2010, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>, p. 2.

242. Zie A. Turner, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, onderzoek in opdracht van het Britse Ministerie van Financiën, maart 2009, bron: <<http://www.fsa.gov.uk>>, p. 87 waarin in een beschrijving van de officiële beleidsuitgangspunten van de FSA in de periode tot aan de financiële crisis onder meer het volgende staat vermeld: “*Markets are in general self correcting, with market discipline a more effective tool than regulation or supervisory oversight through which to ensure that firms’ strategies are sound and risks contained.*” Zie voorts Ferran 2010, p. 17-18 die citeert uit het jaarverslag van de FSA over 2004-2005 waarin onder meer stond vermeld dat de FSA de nadruk legt op “*the desirability of regulation working with the grain of the market rather than against it*” en op “*the restriction of regulation to those circumstances where the market does not provide adequate answers.*”

243. Zie hierover Turner Review 2009.

244. Zie voor een beschrijving en beschouwing van het initiatief Ferran 2010.

of resetting the system of financial regulation” werd aangeduid.²⁴⁵ Ook het aantrekkelijke regime van de Listing Rules bleek een keerzijde te hebben. Exotische ondernemingen zoals de Kazachstaanse mijnbouwer Eurasian Natural Resources Corporation Plc (ENRC) en het Indonesische Bumi verkregen een beursnotering aan de London Stock Exchange, soms zelfs met opname in de prestigieuze FTSE 100 index, om vervolgens mede vanwege een gebrekkige governance voor grote schandalen te zorgen.²⁴⁶

Daarnaast deed een aantal déconfitures van Britse financiële instellingen in de periode 2007-2008, in het bijzonder het geval van Royal Bank of Scotland Plc dat in 2007 nog een groot deel van ABN AMRO overnam maar in 2008 voor 81% door de Britse overheid moest worden genationaliseerd, de vraag rijzen in hoeverre de governance van Britse financiële instellingen adequaat was. Dit was het onderwerp van een onderzoek door Walker dat in februari 2009 door de Britse premier Brown was geïnitieerd. Het eindrapport, de zogenoemde ‘Walker Review’ werd in november 2009 gepubliceerd.²⁴⁷ Walker identificeerde een aanzienlijk aantal tekortkomingen in het bestel van governance, voornamelijk op het terrein van risicobeheersing. Hij was ook kritisch over het functioneren van institutionele beleggers. Deze aandeelhouders hadden zich naar zijn mening te weinig actief opgesteld ten opzichte van de boards van de beursgenoteerde financiële instellingen waarin zij belegden.²⁴⁸ Walker merkte hierover op: *“There is need for better engagement between fund managers acting on behalf of their clients as beneficial owners, and the boards of investee companies. Experience in the recent crisis phase has forcefully illustrated that while shareholders enjoy limited liability in respect of their investee companies, in the case of major banks the taxpayer has been obliged to assume effectively unlimited liability. This further underlines the importance of discharge of the responsibility of shareholders as owners, which has been inadequately acknowledged in the past.”*²⁴⁹

Ook buiten de context van financiële instellingen werd gezocht naar manieren om institutionele beleggers in hun hoedanigheid van aandeelhouder meer betrokken te krijgen bij Britse beursondernemingen. In 2010 publiceerde de

245. ‘UK replaces FSA with two new regulatory authorities’, *New Statesman* 2 april 2013.

246. Hierover B.R. Cheffins, ‘The Undermining of UK Corporate Governance(?)’, *ECGI law working paper* maart 2013, te raadplegen via <<http://www.ecgi.org>>.

247. D. Walker, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations*, rapport in opdracht de Britse regering van 26 november 2009, te raadplegen via <<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk>>.

248. Ibid, p. 68-89.

249. Ibid, p. 12. Recent heeft Kay het nog kernachtiger verwoord: *“At its best, activism is intervention by major shareholders when strategy is adrift or management inadequate to the challenges the business faces – the activism that was present and effective in forcing the badly run ABN AMRO to put itself up for sale but absent or ineffective in allowing Royal Bank of Scotland to buy it.”* Zie Kay 2015, p. 210-211.

Financial Reporting Council (FRC) de eerste versie van de ‘*UK Stewardship Code*’.²⁵⁰ De basis voor deze code werd gevormd door de bestaande ‘*Code on the Responsibilities of Institutional Investors*’ van de Institutional Shareholders’ Committee (ISC) uit 2009. De Walker Review bevatte de expliciete aanbeveling om deze code als stewardship code door de FRC te laten overnemen om deze code zo dezelfde status als de UK Combined Code te geven.²⁵¹ De Stewardship Code was gericht aan fondsbeheerders van Britse institutionele beleggers en bevatte best practices op het gebied van betrokken aandeelhouderschap. Doel van de Stewardship Code was onder meer om te komen tot een “*efficient exercise of governance responsibilities*”²⁵² De Stewardship Code bevatte evenwel geen harde verplichtingen voor institutionele beleggers of hun fondsbeheerders, maar ging uit van het comply or explain-mechanisme.

Inmiddels was in het bestel van corporate governance een complicerende factor ontstaan. Was ten tijde van de Cadbury Code in 1992 slechts 16,3% van de aandelen in Britse beursgenoteerde ondernemingen in handen van niet-Britse partijen, in 2010 was dit percentage opgelopen tot 43,4%.²⁵³ Omgekeerd was het gezamenlijke aandelenbezit van Britse verzekeraars en Britse pensioenfondsen gezakt van 51,7% in 1993 naar 14,4% in 2010.²⁵⁴ De traditionele vorm van handhaving in eigen kring via gedragscodes had hierdoor aanzienlijk aan effectiviteit ingeboet: de kring was te groot geworden en de relationele en reputationele handhavingsmechanismen uit de Britse institutionele en maatschappelijke context werkten niet ten opzichte van de nieuwkomers.

Ook op de Britse overnamemarkt was sprake van een belangrijke ontwikkeling, namelijk de overname van het typisch Britse Cadbury Schweppes, vooral bekend van koekjes en snoepgoed, door het Amerikaanse Kraft Foods, op dat moment vooral bekend van diepvriespizza’s en macaroni met kaas uit de magnetron. In augustus 2009 benaderde de CEO van Kraft, Rosenfeld, de chairman van Cadbury, Carr, om een mogelijke transactie te bespreken. Na afwijzing van deze toenadering door Carr maakte Kraft in september 2009 bekend dat zij voornemens was om een vijandig overnamebod op Cadbury uit te brengen voor omgerekend GBP 7,45 per aandeel. De voorgenomen overname kreeg veel aandacht in de Britse pers en gaf aanleiding tot bezorgde geluiden over het behoud

250. Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, juli 2010, te raadplegen via <<https://www.frc.org.uk>>. Zie Davies/Worthington 2012, nr. 15-30.

251. Walker Review 2009, p. 82-86 en recommendations 16 t/m 20.

252. UK Stewardship Code 2010, preface (p. 1).

253. Cijfers ontleend aan Davies P. 2015, p. 27 (tabel 1, kolom 1993 vs. kolom 2010). Hetzelfde argument maar dan op basis van andere cijfers maakt Cheffins 2010, p. 24-29.

254. Ibid.

HOOFDSTUK 7

van Cadbury's culturele erfgoed en meer algemeen over het behoud van werkgelegenheid in Engeland. Kraft kondigde in november 2009 formeel haar overnamebod aan en bracht dit bod in december 2009 ook uit. De board van Cadbury hield aanvankelijk vast aan zijn aanbeveling aan de aandeelhouders om niet in te gaan op het bod van Kraft, maar ging medio januari 2010 alsnog overstag. Op 19 januari 2010 maakten Kraft en Cadbury bekend dat zij overeenstemming over een wederzijds gesteund overnamebod ter waarde van GBP 11,5 miljard van Kraft op Cadbury hadden bereikt tegen een biedprijs van omgerekend GBP 8,40 per aandeel.²⁵⁵ De bekendmaking van de overname leidde tot bedroefde reacties in het Verenigd Koninkrijk. Adrian Cadbury, de voormalige CEO van de onderneming en opsteller van de Cadbury Code, verwoordde het sentiment als volgt: *“A bidder can buy a business. What they cannot acquire is legitimacy over the character, values, experience and traditions on which that business was founded and flourished.”*²⁵⁶

Na de overname ontstond ophef toen Kraft aankondigde dat de productielocatie van Cadbury in Somerdale zou worden gesloten en dat de betreffende productielijnen zouden worden overgeheveld naar een nieuwe locatie in Polen. Cadbury had voorafgaand aan de overname zelf al plannen ontwikkeld om productie van Somerdale naar Polen te verplaatsen en had het principebesluit om de locatie in Somerdale te sluiten al genomen. Kraft had bij de voorgenomen aankondiging van de overname en in alle opvolgende biedingsdocumentatie echter aangegeven dat zij de locatie in Somerdale alsnog open zou willen houden. Op 9 februari 2010, kort na afronding van de overname, kwam Kraft publiekelijk op dit eerder geuite voornemen terug en maakte zij bekend dat de fabriek in Somerdale toch zou worden gesloten. Deze aankondiging van Kraft leidde tot een onderzoek door de Takeover Panel en tot een parlementair onderzoek door de *‘Business, Innovations & Skills Committee’* van het Britse Lagerhuis. De mededelingen over Somerdale tijdens het overnameproces en de aankondiging van de sluiting van Somerdale kort daarna kwamen Kraft op een *‘public censure’* van de Takeover Panel te staan en op een verwijt van de BIS committee dat Kraft onverantwoordelijk en onverstandig had gehandeld door de betreffende mededelingen te doen.²⁵⁷

255. Feiten ontleend aan ‘Cadbury-Kraft takeover timeline – How Kraft’s £11.5 billion takeover of Cadbury unfolded.’, *Telegraph* 24 mei 2011.

256. Opgenomen in de necrologie ‘Sir Adrian Cadbury: Pioneer of good practice in corporate governance who also guided the family firm through the turbulent 1980s’, *Independent* 10 september 2015.

257. Business, Innovation & Skills Committee (House of Commons), ‘Is Kraft working for Cadbury’, Sixth report of session 2010-2012, 12 mei 2011, te raadplegen op <<http://www.publications.parliament.uk>>, p. 6-7.

Kraft lijkt zich echter weinig van de onderzoeken en de resultaten ervan te hebben aangetrokken. Zo weigerde Rosenfeld bij herhaling om naar het Verenigd Koninkrijk te komen om door de BIS committee te worden gehoord. Dit leidde tot de volgende opmerking in het eindrapport van de BIS committee: *“Irene Rosenfeld, the Chief Executive Officer and Chairman of Kraft, refused to give evidence despite repeated requests from us that she should appear. Neither that refusal to attend, nor the manner of it, reflected well on Kraft, nor did Kraft’s persistence in failing to acknowledge the seriousness of the Takeover Panel criticism – criticism which by its gravity would alone have merited Ms Rosenfeld’s appearance before us, as a committee of public scrutiny. That sorry episode overshadowed what could have been a positive discussion on the future of Cadbury under Kraft’s ownership. In its correspondence with the Committee Kraft in our view steered close to a contempt of the House. We trust that will not be repeated.”*²⁵⁸ Deze verklaring klinkt waardig, maar is tegelijkertijd doortrokken van een gevoel van machteloosheid. De opstelling van Kraft liet zien hoe het Britse systeem van toezicht en verantwoording kwetsbaar kon zijn als een niet-Britse partij niet volgens de Britse spelregels mee wilde spelen.

De overname van Cadbury raakte ook aan het fundamentele concept van shareholder control in het Britse ondernemingsrecht. Op grond van section 172 CA 2006 was de board van Cadbury bij zijn handelen in reactie op het overnamebod van Kraft weliswaar gehouden om ook aandacht te besteden aan bepaalde belangen van stakeholders (zoals in geval van Cadbury de Britse werknemers), maar had hij zich uiteindelijk te richten naar het overkoepelend belang van de aandeelhouders. Cadbury chairman Carr gaf later toe dat de board van Cadbury destijds niet dacht dat het mogelijk zou zijn om een hoog bod dat de volledige waarde van de onderneming reflecteerde af te wijzen, zelfs niet indien de board van mening zou zijn dat het lange termijn-succes van de onderneming het beste bij een onafhankelijk voortbestaan gebaat zou zijn.²⁵⁹ Hier kwam bij dat de board van Cadbury onder de regels van de Takeover Code geen instrumenten had om een overname door Kraft af te wenden anders dan het doen van een aanbeveling aan aandeelhouders om niet op het bod in te gaan. Het aandeelhoudersbestand van Cadbury had gedurende de overnamestrijd evenwel een radicale transformatie ondergaan. Na de bekendmaking van het voorgenomen overnamebod van Kraft was de koers van het aandeel Cadbury aanmerkelijk gestegen. Later bleek dat in het verdere verloop van het overnameproces steeds meer

258. Ibid, p. 3.

259. J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making – Interim Report*, onderzoeksrapport in opdracht van de Britse regering, Department of Business, Innovation and Skills, februari 2012, bron: <<https://www.gov.uk>>, nr. 3.5 (p. 13).

aandeelhouders, ook Britse institutionele beleggers, hun aandelen in Cadbury hadden verkocht om een koerswinst te verzilveren en dat hun plek in het aandeelhoudersbestand was ingenomen door gespecialiseerde ‘event driven’ hedge funds. Volgens een later gepubliceerde case study bedroeg het aandelenbezit van deze fondsen uiteindelijk 31% van het totale aantal uitstaande aandelen.²⁶⁰ Cadbury bevond zich tijdens het overnameproces dus in een juridisch, feitelijk en normatief krachtenveld waarin de hoogte van de overnameprijs met uitsluiting van alle andere factoren bepalend was voor de uitkomst.²⁶¹

De hierboven genoemde ontwikkelingen hebben aanleiding gegeven tot discussie over de vraag of het Britse bestel van corporate governance en het functioneren van de Britse kapitaalmarkten nog wel de best mogelijke randvoorwaarden voor lange termijn-waardecreatie door Britse beursondernemingen bieden. In het bijzonder is de vraag of het aandeelhoudersgeoriënteerd model van governance in combinatie met de druk vanuit de aandelenmarkten leiden tot ‘short-termism’, dat wil zeggen een strategische oriëntatie van beursondernemingen op korte termijn-resultaten voor aandeelhouders ten koste van lange termijn-investeringen en lange termijn-groei.²⁶² Er zijn in ieder geval signalen dat het Britse systeem niet optimaal functioneert. Zo blijken Britse institutionele beleggers nog altijd niet in staat – of niet bereid – om daadwerkelijk een actieve en betrokken invulling te geven aan hun aandeelhouderschap in Britse beursgenoteerde ondernemingen, waarbij de verwachting is dat het vermogen van deze aandeelhouders om effectief op te treden nog verder zal afnemen als gevolg van een verdere versnippering en internationalisering van het aandeelhoudersbestand van Britse beursfondsen.²⁶³ Vanwege diezelfde internationalisering lijkt ook de Britse tendens om via codes in combinatie met het comply or explain-mechanisme op gedrag te sturen steeds minder houdbaar te

260. S. Moeller, ‘Case Study: Kraft’s takeover of Cadbury’, *Financial Times* 9 januari 2012.

261. Een vergelijkbare dynamiek speelde in 2014 rond de voorgenomen vijandige overname van het Brits-Zweedse AstraZeneca, deels erfgenaam van het roemrijke industrieconcern ICI, door het Amerikaanse Pfizer. In het Verenigd Koninkrijk bestond de vrees dat een dergelijke overname zou resulteren in een verlies van Britse hoogwaardige werkgelegenheid. Dit gaf aanleiding tot uitingen van onvrede over het feit dat het uiteindelijk aan de aandeelhouders van AstraZeneca zou zijn om over het al dan niet doorgaan van de overname te beslissen, terwijl juist de belangen van andere stakeholders bij een overname hard zouden worden geraakt. Zie M. Wolf, ‘AstraZeneca is more than investors’ call’, *Financial Times* 8 mei 2014.

262. Hierover A.G. Haldane, ‘Who owns a company’, speech gehouden tijdens de University of Edinburgh Corporate Finance Conference op 22 mei 2015, te raadplegen via <<http://www.bankofengland.co.uk/publications>>. Ontkennend S. Mallaby, ‘Shortsighted complaints about short-term capitalism’, *Financial Times* 5 augustus 2015 en J. Surowiecki, ‘The short-termism myth’, *New Yorker* 24 augustus 2015. Genuanceerd is ‘Hyperactive, yet passive’, *Economist* 5 december 2015.

263. Davies P. 2015, p. 16-26.

worden. Tot slot lijkt het ultieme afrekenmechanisme van shareholder control niet altijd tot de uit economisch en maatschappelijk perspectief juiste uitkomsten te leiden: ondernemingen met een mooi lange termijn-groei-potentieel worden aan de hoogste bieder verkocht terwijl ondernemingen met falend management vanwege passiviteit in aandeelhouderskringen ongehinderd kunnen blijven doormodderen. Dat shareholder control niet de ideale oplossing voor problemen in de corporate governance van beursondernemingen was, had de Steering Group in het kader van de Company Law Review reeds onderkend; het was in hun ogen echter wel de best mogelijke oplossing.²⁶⁴ Inmiddels dringt in het Verenigd Koninkrijk de vraag op of dat nog steeds zo is.

De hierboven beschreven gevoelens van onbehagen zijn inmiddels ook doorgedrongen tot de Britse politiek. De huidige Britse premier May, die het premierschap en partijleiderschap van de Conservatieven overnam van Cameron na diens terugtreden in de nasleep van het ‘Brexit-referendum’ van juni 2016,²⁶⁵ merkte in een speech gehouden te Birmingham op 11 juli 2016 in het kader van haar leiderschaps campagne het volgende op: *“If we are going to have an economy that works for everyone, we are going to need to give people more control of their lives. And that means cutting out all the political platitudes about “stakeholder societies” – and doing something radical. Because as we saw when Cadbury’s – that great Birmingham company – was bought by Kraft, or when AstraZeneca was almost sold to Pfizer; transient shareholders – who are mostly companies investing other people’s money – are not the only people with an interest when firms are sold or close. Workers have a stake, local communities have a stake, and often the whole country has a stake. It is hard to think of an industry of greater strategic importance to Britain than its pharmaceutical industry, and AstraZeneca is one of the jewels in its crown. Yet two years ago the Government almost allowed AstraZeneca to be sold to Pfizer, the US company with a track record of asset stripping and whose self-confessed attraction to the deal was to avoid tax. A proper industrial strategy wouldn’t automatically stop the sale of British firms to foreign ones, but it should be capable of stepping in to defend a sector that is as important as pharmaceuticals is to Britain. And I want to see changes in the way that big business is governed. The people who run big businesses are supposed to be accountable to outsiders, to non-executive directors, who are supposed to ask the difficult questions, think about the long-term and defend the interests of shareholders. In practice, they are drawn from the same, narrow social and professional circles as the executive team and – as we have seen time and time*

264. Rickford 2002a, p. 328-329.

265. Zie ‘Shifting sands’, *Economist* 2 juli 2016.

again – the scrutiny they provide is just not good enough. So if I'm Prime Minister, we're going to change that system – and we're going to have not just consumers represented on company boards, but employees as well."²⁶⁶

Van de hierboven weergegeven uitspraken was met name het voorstel van May om aan te sturen op een zekere mate van werknemersvertegenwoordiging in de boards van Britse ondernemingen opmerkelijk te noemen. Zoals te verwachten viel, werd deze aanzet al wat afgezwakt in het eerste consultatiedocument over 'Corporate Governance Reform' dat in november 2016 werd gepubliceerd.²⁶⁷ Minder zichtbaar, maar daardoor niet minder opmerkelijk, is evenwel May's impliciete kritiek op het concept van shareholder control. Dat deze hoeksteen van het Britse ondernemingsrecht, nota bene herbevestigd door de Steering Group en verankerd in de onder Labour tot stand gebrachte CA 2006, nu vanuit de Conservative Party ter discussie wordt gesteld, maakt dat een eventuele aanpassing of bijsturing in het Britse ondernemingsrecht op dit punt niet langer categorisch kan worden uitgesloten. In ieder geval zijn de opmerkingen van May illustratief voor de mate van onzekerheid over de uitgangspunten van het eigen systeem die inmiddels in de Britse politieke discussie lijkt te zijn geslopen.

Een vergelijkbare mate van onzekerheid is zichtbaar geworden in discussies over de Britse overnameregels en over de rol van de Britse overheid met betrekking tot overnamebiedingen op Britse ondernemingen. Directe aanleiding voor deze discussies was het ongevraagde overnamebod dat het Brits-Nederlandse Unilever in februari 2017 van haar Amerikaanse branchegenoot Kraft Heinz ontving. Tussen Kraft Heinz en Unilever bestonden belangrijke verschillen in ondernemingscultuur. De onderneming van Kraft Heinz, zelf een fusieproduct dat gedeeltelijk voortkwam uit het Amerikaanse Kraft Foods dat in 2010 nog Cadbury had overgenomen (zie hiervoor), werd scherp op kostenbeheersing aangestuurd, iets wat zich volgens commentatoren slecht zou verhouden met Unilever's zelfverklaarde oriëntatie op lange termijn waardecreatie in combinatie met thema's als duurzaamheid.²⁶⁸

266. Speech T. May, gehouden te Birmingham op 11 juli 2016 in het kader van de partijleiderschapsverkiezing van de Britse Conservative Party, transcript te raadplegen op <<http://www.wlrk.com>>, p. 4.

267. Consultatiedocument 'Corporate Governance Reform: Green Paper', van de Britse regering, Department for Business, Energy & Industrial Strategy van 29 november 2016, bron: <<https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>>, p. 34-42.

268. Zie 'The \$143bn flop: How Warren Buffet and 3G lost Unilever', *Financial Times* 21 februari 2017.

De plannen van Kraft-Heinz, die in een vroegtijdig stadium waren uitgelekt, stuitten niet alleen op verzet van Unilever, maar ook op obstakels vanuit de Britse regering. Premier May zag zich geconfronteerd met het feit dat Britse ondernemingen vanwege de koersval van de Britse pond ten opzichte van buitenlandse valuta in het verlengde van het Brexit-referendum kwetsbaar bleken te zijn geworden als prooi voor buitenlandse overnames. Hoewel de Britse regering formeel geen toezichtsbevoegdheden had in de beoordeling van het overnamebod van Kraft Heinz op Unilever, gaf May desondanks publiekelijk de opdracht aan ambtenaren om te onderzoeken of het bod van Kraft Heinz mogelijk een impact op het Britse beleid zou hebben, onder meer wat betreft het Britse hoofdkantoor van Unilever, haar Britse beursnotering, de Britse werkgelegenheid en activiteiten op het gebied van r&d in het Verenigd Koninkrijk.²⁶⁹ Kort daarop liet Kraft Heinz weten af te zien van de voorgenomen overname.

Vanuit verschillende hoeken, onder meer door de Nederlandse CEO van Unilever Polman,²⁷⁰ is naar aanleiding van de Unilever-casus gepleit voor een aanpassing van de Britse Takeover Code om ondernemingen in staat te stellen om naast de belangen van aandeelhouders ook de belangen van andere stakeholders adequaat in het overnameproces te kunnen betrekken. Ook verdergaande voorstellen om onder omstandigheden een ingreep van overheidswege in een overnameproces mogelijk te maken, worden niet langer categorisch uitgesloten. Zoals de *Economist* in een commentaar uit maart 2017 subtiel opmerkte: “*Britain’s 30-years experiment with a free market for takeovers is quietly coming to an end.*”²⁷¹

De voorgestelde oplossingen gaan in verschillende richtingen. Sommigen, zoals Davies, zetten in op een mobilisering van institutionele beleggers binnen het bestaande bestel van governance en hebben hun hoop daarbij gevestigd op activistische aandeelhouders zoals hedge funds om daarin een voortrekkersrol te nemen.²⁷² Anderen, zoals Kay in zijn in opdracht van de Britse regering uitgevoerde ‘Kay Review’ uit 2012,²⁷³ zoeken de oplossingen voornamelijk in voorstellen tot verbetering van de arrangementen tussen alle actoren in de ‘*equity investment chain*’ zoals vermogensbeheerders, (pensioen)fondsen en financiële dienstverleners. Weer anderen, zoals Mayer, gaan verder door ook het

269. Ibid.

270. ‘Unilever calls for revamp of UK Takeover Code after Kraft bid’, *Financial Times* 14 maart 2017.

271. ‘The British experiment’, *Economist* 4 maart 2017.

272. Davies P, 2015, p. 26.

273. Kay 2012a en J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making – Final Report*, onderzoeksrapport in opdracht van de Britse regering, Department of Business, Innovation and Skills, juli 2012, bron: <<https://www.gov.uk>>.

centrale concept van shareholder control in het Britse ondernemingsrecht ter discussie te stellen en voorstellen voor alternatieve governance-structuren zoals de ‘*trust firm*’ te ontwikkelen.²⁷⁴ Dat Mayer in het Verenigd Koninkrijk bijval voor zijn voorstellen kreeg van zowel de linkse commentator Hutton²⁷⁵ als van de behoudende *Financial Times* columnist Wolf²⁷⁶ is illustratief voor zowel de mate van onbehagen bij de bestaande situatie als voor de bereidheid om in een zoektocht naar alternatieven fundamentele beginselen van het Britse ondernemingsrecht ter discussie te stellen. Vooral nog lijkt het Verenigd Koninkrijk op dit punt nog zoekende, een situatie die men tien jaar eerder in binnen- en buitenland waarschijnlijk moeilijk had kunnen voorstellen.

7.4 Afronding

Op 8 juni 1999 presenteerden de Duitse bondskanselier Schröder en de Britse premier Blair een gezamenlijk manifest over de toekomst van de sociaal-democratie.²⁷⁷ De verklaring bevatte onder meer de volgende uitspraak: “*Wir müssen unsere Politik in einem neuen, auf den heutigen Stand gebrachten wirtschaftlichen Rahmen betreiben, innerhalb dessen der Staat die Wirtschaft nach Kräften fördert, sich aber nie als Ersatz für die Wirtschaft betrachtet. Die Steuerungsfunktion von Märkten muß durch die Politik ergänzt und verbessert, nicht aber behindert werden. Wir unterstützen eine Marktwirtschaft, nicht aber eine Marktgesellschaft!*”²⁷⁸ Een paar maanden later, op 20 en 21 november 1999, woonden Blair en Schröder samen de derde editie van de ‘*Conference on Progressive Governance for the 21st Century*’ bij, een jaarlijkse samenkomst van ‘derde weg’ regeringsleiders die in 1997 op initiatief van Blair en de Amerikaanse president Clinton was ingesteld.²⁷⁹ Een dag eerder had Vodafone haar voorgenomen vijandig overnamebod op Mannesmann aangekondigd

274. C. Mayer, *Firm Commitment: why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford: Oxford University Press 2012.

275. Hutton 2015, p. 145-147.

276. M. Wolf, ‘Opportunist Shareholders Should Embrace Commitment’, keynote speech ICGN London Conference, juni 2015, te raadplegen op <<https://www.icgn.org>>.

277. De Duitse versie van de verklaring is getiteld ‘Der Weg nach vorne für Europas Sozialdemokraten – Ein Vorschlag von Gerhard Schröder und Tony Blair’, te raadplegen <<https://www.kuwi.europa-uni.de>>. In Duitsland leidde de verklaring tot felle discussies binnen de SPD, terwijl de verklaring in het Verenigd Koninkrijk min of meer als een ‘non-event’ werd beschouwd. Illustratief is het feit dat de biografie van Schröder vier pagina’s aan de verklaring wijdt (Schöllgen 2015, p. 429-433) terwijl de verklaring in de autobiografie van Mandelson (Mandelson 2010), een van de auteurs ervan, niet eens wordt genoemd.

278. Schröder/Blair Manifest 1999, p. 1.

279. Schöllgen 2015, p. 433.

(zie §7.1). Schröder had zich in een openbare reactie meteen een tegenstander van de voorgenomen overname verklaard (zie §7.2.3). Tijdens een diner in Florence zou Blair er volgens bronnen bij Schröder op hebben aangedrongen om zijn toon over de voorgenomen overname in het openbaar te matigen.²⁸⁰ Blair zou daarbij hebben gezegd: “*We live in a European market today where European companies are taking over other European companies, are taking over British companies, and vice-versa (...) That’s the European Market.*”²⁸¹ Deze uitspraken, aannemende dat de berichtgeving over het gesprek in Florence tenminste op een kern van waarheid berust, zijn illustratief voor de verschillen in denkwijze tussen Blair en Schröder over de verhouding tussen overheid en markten in het kader van de publieke overnamemarkt. Aan het streven naar een ‘*Marktwirtschaft*’ (markteconomie) en niet een ‘*Marktgesellschaft*’ (marktmaatschappij) gaven Blair en Schröder op dit punt dus elk een wezenlijk andere invulling.²⁸²

De in dit hoofdstuk weergegeven beschouwing laat zien hoe twee landen in de jaren rond de eeuwwisseling op een geheel eigen wijze hebben geprobeerd om een respons op het veranderende krachtenveld rond hun beursgenoteerde ondernemingen te vinden. Zij deden dat beide op een wijze die goed aansloot bij hun eigen juridische, institutionele en maatschappelijke structuren. Duitsland reageerde primair via een dynamisch proces van wetgeving, het Verenigd Koninkrijk primair via het stimuleren van marktoplossingen vanuit de sector zelf. Duitsland hield vast aan het instituut van de Aufsichtsrat als primair controlemechanisme op de Vorstand en benaderde het vraagstuk rond de positie van aandeelhouders vooral vanuit een perspectief van beleggersbescherming. Het Verenigd Koninkrijk kwam juist tot een herbevestiging van het fundamentele concept van ‘shareholder control’ en positioneerde aandeelhouders in de CA 2006 en via verschillende codes als het ultieme controlemechanisme, ook voor aangelegenheden die andere stakeholders betroffen. Duitsland en het Verenigd Koninkrijk hadden een fundamenteel verschillende normatieve visie op de werking van de publieke overnamemarkt en zij schroomden geen van beide om invloed op Europees niveau ter behartiging van hun respectievelijke nationale belangen aan te wenden. Kortom, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk hielden vast aan hun onderlinge verschillen.

280. Zie ‘Mannesmann-Übernahme: Blair bittet Schröder um Mäßigung’, *Spiegel Online* 21 november 1999. Een woordvoerder van de Britse regering stuurde diezelfde dag nog een verklaring uit waarin werd ontkend dat Blair de betreffende uitspraken had gedaan. Zie ‘Dementi: Blair hat Schröder nicht bedrängt’, *Spiegel Online* 21 november 1999.

281. F.A. Schmid & M. Wahrenburg, ‘Mergers and Acquisitions in Germany’, *Federal Reserve of St. Louis* working paper, november 2002, te raadplegen via <<https://research.stlouisfed.org>>, p. 10.

282. In deze zin ook Schöllgen 2015, p. 432-433 die betoogt dat Schröder en de SPD in 1999 ondanks de optische gelijkenissen met het Britse Labour onder Blair niet een met New Labour vergelijkbare kentering in de ideologische oriëntatie hadden gemaakt.

HOOFDSTUK 7

De perceptie in het buitenland rond de eeuwwisseling lijkt het Verenigd Koninkrijk gunstiger gezind te zijn geweest dan Duitsland. Duitsland was ‘*the sick man of Europe*’ met een ondernemingsrechtssysteem dat als hopeloos ouderwets werd gezien terwijl het Verenigd Koninkrijk het land was van de dynamische kapitaalmarkten met een moderne toezichthouder en van innovaties in het ondernemingsrecht zoals de Cadbury Code en de Company Law Review die met een zekere zendingsdrang door Britse wetenschappers internationaal werden uitgedragen. De Britse benadering van corporate governance sloot in internationaal verband ook goed aan bij de toenmalige tijdgeest van verdere Europese eenwording en globalisering. Niet voor niets liep als onderstroom door het werk van de High Level Group of Company Law Experts uit 2002 een gepercipieerde noodzaak om in het Europees ondernemingsrecht een verschuiving te bewerkstelligen van het Duitse model van normering via dwingende wettelijke voorschriften naar het Britse model van normering via marktarrangementen van codes en openbaarmakingsverplichtingen.

Ook in Nederland is geprobeerd – bewust dan wel onbewust – om in het ondernemingsrecht een verschuiving in de richting van het Britse model te maken. Voor een deel is deze verschuiving uiteindelijk niet doorgezet, zoals de aanvankelijk beoogde dwingendrechtelijke invoering van de doorbraakregel in het Wetsvoorstel openbare biedingen en de gedwongen afbraak van beschermingsconstructies. Voor een ander deel is deze verschuiving wel aangebracht, zoals met de invoering van de Code Tabaksblat en de daaropvolgende sanctionering van Code-bepalingen door de Ondernemingskamer en de Hoge Raad als zijnde een uitdrukking van de in Nederland levende rechtsovertuiging. Ook de wijzigingen in het structuurregime en de uitbreiding van de formele bevoegdheden van aandeelhouders die met de Wet structuurregeling zijn ingevoerd, kunnen in zekere zin worden gezien als initiatieven om het concept van shareholder control uit het Britse ondernemingsrecht te benaderen. Tot slot vertoonde ook de op non-interventie gerichte beleidsoriëntatie van de Nederlandse regering ten aanzien van de overnamemarkt voor Nederlandse beursvennootschappen en de opkomst van het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme gelijkenissen met het Britse model van markt en overheid onder New Labour. Bij al deze veranderingen is destijds in de Nederlandse discussie impliciet of expliciet het argument aangevoerd dat de voorgestelde wijzigingen in het licht van de globalisering van economieën en financiële markten voor Nederland noodzakelijk en dus in zekere zin onvermijdelijk waren. De ontwikkeling die Duitsland in dezelfde periode heeft doorgemaakt en de verschillen in de keuzes die de Nederlandse en de Duitse beleidsmakers daarbij hebben gemaakt laten zien dat het argument van onvermijdelijkheid maar in beperkte mate opgaat.

Uiteindelijk zijn veel van de verschillen tussen het Duitse ondernemingsrecht en het Britse ondernemingsrecht terug te voeren op verschillen in opvatting over de mate waarin het ondernemingsrecht de betrokken partijen moet reguleren dan wel juist de betrokken partijen moet faciliteren om tot eigen arrangementen en oplossingen te komen. Ironisch genoeg lijkt het ondernemingsrecht in het Verenigd Koninkrijk nu aan te lopen tegen de grenzen van de effectiviteit van het Britse faciliterende ondernemingsrecht met haar traditie van regulering en handhaving in eigen kring. In ieder geval is twijfel ontstaan over de vraag of het Britse systeem nog wel in staat is om de juiste marktoplossingen te produceren. Het ziet er naar uit dat Duitsland er goed aan heeft gedaan om de regulerende functie van het ondernemingsrecht niet helemaal los te laten. Zoals de Duitse hoogleraar Lutterman het mooi verwoordde: “*Ökonomie, Staat und Gesellschaft sind zu wichtig, um sie ökonomischer Doktrin zu überlassen. Es geht weltweit um Machtkontrolle, Wohlstandsteilhabe und Schöpfungsbewahrung. Jurisprudenz schafft fortschreitend die Balance menschliche Freiheitsordnung für verantwortliche Unternehmer und Gemeinwesen. Sie ist die Kunst des Lebens.*”²⁸³

283. C. Luttermann, ‘Juristische Analyse von Ökonomie, Staat und Gesellschaft’, *ZRP* 2010, p. 1-4, citaat op p. 4.

Hoofdstuk 8. Nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen

8.1 Inleiding

In de voorgaande hoofdstukken zijn bepaalde ontwikkelingen in het ondernemingsrecht, namelijk de ontwikkelingen met betrekking tot de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, op detailniveau beschreven. Deze ontwikkelingen laten ook bepaalde algemene eigenschappen van het ondernemingsrecht zien. De belangrijkste eigenschap is een zekere mate van wispelturigheid. Visueel weergegeven zou de ontwikkeling van het ondernemingsrecht geen rechte lijn, maar een grillige figuur tonen. De ontwikkeling volgt geen vooropgezet plan, maar krijgt gaandeweg op incrementele wijze vorm, telkens op basis van omstandigheden en krachten die op dat moment spelen. De impact van specifieke ontwikkelingen kan telkens niet op voorhand worden ingeschat, maar vaak pas achteraf worden geduid.

Bij dit alles spelen de toevallig aanwezige omstandigheden een belangrijke rol. Zo kan met recht de vraag worden gesteld hoe de ontwikkeling van het Europese ondernemingsrecht zou zijn verlopen indien het Europese Parlement in de zomer van 2001 wél met het toenmalig ontwerp voor de Dertiende Richtlijn zou hebben ingestemd in plaats van tot een staking van de stemmen te komen (zie §5.3.1). In dit geval had één stem verschil wellicht tot een hele andere ontwikkeling van het beleid op Europees niveau – en daarmee op Nederlands niveau kunnen leiden. Hetzelfde geldt voor de toevallige combinatie van omstandigheden die ertoe leidden dat de twee grootste partijen in de Nederlandse regering (VVD, CDA) én de grootste oppositiepartij (PvdA) in 2003 gezamenlijk op een versterking van de positie van aandeelhouders in Nederlandse (beurs) vennootschappen waren gericht, zij het om geheel verschillende redenen. Juist vanwege de invloed van toevallige omstandigheden is het belangrijk om ontwikkelingen uit het verleden in hun contemporaine context te plaatsen.

Welke lessen kunnen uit de in de voorgaande hoofdstukken beschreven ontwikkelingen uit het verleden worden getrokken voor de toekomst? Het is verleidelijk om in antwoord op deze vraag een aantal conclusies en aanbevelingen te formuleren over specifieke wijzigingen in wet- en regelgeving of over beslissingsmaatstaven die de rechter zou moeten hanteren. Van dergelijke aanbevelingen kan ook een geruststellend effect uitgaan. De lezer krijgt een

toekomstbeeld aangereikt waarin concrete aanbevelingen als houvast dienen voor de verwachte ontwikkelingen. Om redenen die ik hierna zal toelichten ben ik van mening dat dergelijke concrete conclusies en aanbevelingen af zouden leiden van waar het werkelijk om gaat (zie §8.2). Het onderzoek geeft wel aanleiding tot het maken van een aantal observaties over de wisselwerking tussen wijzigingen in wet- en regelgeving enerzijds en de achterliggende ideeën anderzijds, in het bijzonder waar het gaat om ideeën die afkomstig zijn uit andere rechtsstelsels of andere wetenschapsdisciplines (zie §8.3).

Belangrijker nog is dat naar aanleiding van deze studie bepaalde perspectieven kunnen worden geschetst die bij toekomstige herzieningen in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen kunnen worden betrokken (§8.4). Deze vraag is actueel in het licht van de modernisering van het N.V.-recht en de mogelijke heroriëntatie op de verhoudingen in beursvennootschappen tussen de aandeelhouders onderling en de aandeelhouders enerzijds en de vennootschapsleiding anderzijds die in december 2016 in de ‘Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht’ zijn aangekondigd.¹ In zoverre behelst dit onderzoek zowel een evaluatie van het ondernemingsrecht over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen dat met wetgeving, zelfregulering en rechtspraak in de periode tussen 1999 en 2004 tot stand is gebracht als ook een verkennende studie met het oog op mogelijke toekomstige aanpassingen in wetgeving en zelfregulering. Juist omdat gebleken is dat het in de periode tot 2004 tot stand gebrachte juridisch kader in de jaren erna op een aantal punten in de praktijk wezenlijk anders heeft uitgewerkt dan was voorzien, is het bij een toekomstige herziening van belang om – in lijn met Aanwijzingen 7 en 9 van de Aanwijzingen voor de Regelgeving² – vooraf een deugdelijke analyse te maken van de relevante feiten en omstandigheden, de doelstelling van een voorgestelde regeling, de noodzaak voor overheidsinterventie en de alternatieven daarvoor (waaronder zelfregulering), de verwachte effectiviteit van een voorgestelde regeling en de mogelijke neveneffecten daarvan. Zoals ik in §8.4 uiteen zal zetten, moet in dat kader eerst een aantal principiële keuzes worden gemaakt.

8.2 Lessen uit het verleden voor een onzekere toekomst

Zoals ik in de inleiding van dit hoofdstuk aangaf, is de beschrijving en analyse van de ontwikkelingen op het gebied van corporate governance in het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de periode tot

-
1. Brief van Minister van Justitie Van der Steur aan de Tweede Kamer van 9 december 2016 over de voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 10-15 en p. 19-22.
 2. Circulaire van de Minister-President van 18 november 1992 houdende ‘Aanwijzingen voor de Regelgeving’ zoals van tijd tot tijd aangepast (laatstelijk in 2011).

2004 geen basis om concrete wijzigingen voor te stellen in het thans geldende kader van wet- en regelgeving (inclusief de Code). De eerste reden waarom op basis van een analyse van het verleden geen deugdelijke aanbevelingen voor de toekomst geformuleerd kunnen worden is fundamenteel van aard. De beschrijving van het verleden laat zien dat het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen zich op incrementele wijze heeft ontwikkeld, waarbij ontwikkelingen op het juridische vlak in grote mate werden beïnvloed door de feitelijke omstandigheden van het moment en waarbij – belangrijker nog – de uitwerking van het juridisch kader in de praktijk weer sterk kon worden beïnvloed door veranderende omstandigheden. Vaak is ook sprake van een situatie waarin een ontwikkeling op het gebied van het ondernemingsrecht wordt gestuurd door omstandigheden die zich op een heel ander vlak afspelen.³ Vanuit de rechtseconomie worden dergelijke ontwikkelingen vaak gepresenteerd alsof zij vanuit een overkoepelende economische gedachte zijn ingegeven,⁴ maar het op dergelijke wijze achteraf rationaliseren van bepaalde kenmerken van het ondernemingsrecht getuigt van een ahistorische benadering.⁵ Het op deze wijze beschouwen van de geschiedenis van het ondernemingsrecht veronderstelt immers dat er in deze geschiedenis een bewuste beweging naar een vooraf bepaald einddoel ligt besloten, terwijl de incrementele ontwikkeling laat zien

-
3. Een mooi voorbeeld is de opkomst van variabele elementen in bestuurdersbezoldiging bij beursorndernemingen in de Verenigde Staten. Milhaupt en Pistor gaven de volgende verklaring voor dit verschijnsel: *“Equity-based compensation got an unintended boost from Congress. Concerned with ‘excessive’ executive compensation, Congress amended the tax code in 1992 to eliminate corporate deductions for cash compensation greater than \$ 1 million unless it is tied to performance goals that are established and monitored by independent directors. In hindsight, it is not surprising that corporations responded to the change in tax law by loading up on bonuses, stock options, and other forms of variable pay. Although stock options and other forms of variable compensation were touted at the start of the decade as powerful antidotes to the agency problem of shareholders and managers, by the early twenty-first century their potential as powerful means of expanding that problem was painfully exposed.”* Zie Milhaupt/Pistor 2010, p. 54.
 4. Zie bijvoorbeeld C.F. van der Elst & E.P.M. Vermeulen, ‘Vennootschapsrecht’ in W.C.T. Weterings et al (reds.), *De economische analyse van het recht*, Den Haag: Boom 2007, p. 160: *“Het ‘eigendom’ van de vennootschap is in handen van aandeelhouders die daarmee ook de controle hebben en de risico’s dragen aangaande de productiemiddelen. Echter, het vennootschapsrecht erkent dat in een organisatie meer en beter werk kan worden verricht door specialisatie, taakverdeling en het synchroniseren van taken. Doordat het BV – en NV-recht in een duale orgaanstructuur, met een aandeelhoudersvergadering en een bestuur, voorziet, kunnen aandeelhouders de controle en beslissingsbevoegdheden over de productiemiddelen delegeren aan specialisten.”* Zie ook Kraakman et al. 2004 en Abma et al. 2017, p. 1.
 5. In dezelfde zin Timmerman 2001c en Timmerman 2013, p. 138-140.

dat dit juist niet het geval is geweest.⁶ Tegen deze achtergrond is het onverantwoord om lijnen die in een analyse van het verleden besloten lijken te liggen te extrapoleren naar de toekomst.⁷

Het voorstellen van een concrete agenda van inhoudelijke aanbevelingen en voorstellen tot wetwijzigingen zou ook het dynamisch karakter van het ondernemingsrecht miskennen. De staat van evenwicht is in het bestek van een marktomgeving niet de regel, maar juist de uitzondering.⁸ Het ondernemingsrecht bevindt zich niet in een laboratoriumomgeving, maar opereert in een multidimensionaal krachtenveld van economische, politieke en maatschappelijke ontwikkelingen. Als zodanig zal het ondernemingsrecht – en daarmee het bestel van corporate governance – altijd aan verandering onderhevig zijn. Proberen om een definitief antwoord formuleren op geconstateerde problemen is dan ook een weinig zinvolle exercitie; ondernemingsrecht blijft werk in uitvoering.

Tot slot is het ook niet prudent om met vastomlijnde aanbevelingen over de inhoud van het ondernemingsrecht in de toekomst te komen omdat op dit moment teveel omgevingsfactoren rond het Nederlandse ondernemingsrecht met onzekerheid zijn omgeven. In de eerste plaats gaat het dan om de plaats van Nederland in de wereld in het algemeen en in de Europese Unie in het bijzonder. Zo was het mogelijk geweest dat een vrijhandelsakkoord zoals het

-
6. Zie voor een uitdrukking van deze houding J. Gray, *Black Mass: apocalyptic religion and the death of utopia*, London: Penguin Books 2008 (1e druk 2007), p. 105: “*History continues to be seen as a process with a built-in goal.*” Een ander fenomeen dat bij een dergelijke ahistorische benadering een rol speelt, is wat Bergson heeft aangeduid als retrospectief determinisme: het idee dat iets dat zich in het verleden heeft voorgedaan wel moest gebeuren om de enkele reden dat het is gebeurd.
 7. Een uitgesproken versie van deze opvatting geeft Taleb. In *Fooled by Randomness* heeft hij betoogd dat in een analyse van het verleden vaak patronen worden ontwaard, terwijl de gebeurtenissen in het verleden in werkelijkheid voor een belangrijk deel op toeval waren gebaseerd. Deze patronen worden vervolgens doorgetrokken naar de toekomst in de verwachting dat zij zich ononderbroken zullen voortzetten. Taleb schreef hierover: “*Another logical flaw in this type of historical statement is that often when a large event takes place, you hear the ‘it never happened before’, as if it needed to be absent from the event’s past history for it to be a surprise. So why do we consider the worst case that took place in our own past as the worst possible case? If the past, by bringing surprises, did not resemble the past previous to it (what I call the past’s past), then why should our future resemble our current past?*” Zie N.N. Taleb, *Fooled by Randomness: the hidden role of chance in life and markets*, London: Penguin Books 2007 (1e druk 2004), p. 120. Zie voor een vergelijkbare redenering in een ander verband Asser/Vranken 2005, p. 82-83: “*Het idee van voorspelbaarheid en voortbestemming van alle specifieke gevallen is historisch gezien onjuist.*”
 8. Zie bijvoorbeeld Stiglitz 2009 met de volgende opmerking over de “*general equilibrium theory*” van Arrow/Debreu 1954: “*In effect (...) Arrow and Debreu had established the singular set of conditions under which markets were efficient. When these conditions were not satisfied, there were always some government interventions that could make everyone better off.*”

Transatlantic Trade & Investment Partnership, ofwel ‘TTIP’ waarover lange tijd tussen Europa en de Verenigde Staten is onderhandeld had geresulteerd in sterk gewijzigde verhoudingen in het internationale handelsverkeer, waarbij vanuit de in dergelijke akkoorden voorziene samenwerking op het gebied van regelgeving ook bepaald niet uit te sluiten zou zijn geweest dat deze gewijzigde verhoudingen ook hun weerslag zouden krijgen op de Nederlandse wet- en regelgeving.⁹ Zelfs als TTIP uiteindelijk de eindstreep niet zou halen – een vooruitzicht dat sinds de verkiezing van de Amerikaanse president Trump in november 2016 en mede gelet op de groeiende politieke en maatschappelijke onrust in Europa en in de VS over vrijhandelsakkoorden in het algemeen en TTIP in het bijzonder zo goed als zeker is¹⁰ – zou er nog altijd een zekere druk vanuit het internationale handelsverkeer op de wensen en eisen in het kader van het nationale wetgevingsproces blijven bestaan.

Dichter bij huis hebben recente geopolitieke ontwikkelingen, de aanhoudende eurocrisis, het ‘Brexit’-referendum van het Verenigd Koninkrijk en de terugtrekkende bewegingen vanuit andere Lidstaten het proces van Europese economische en politieke integratie zodanig sterk beïnvloed dat zelfs de toekomst van de Europese Unie bepaald onzeker is geworden.¹¹ Nog afgezien van deze fundamentele uitdagingen is op het gebied van het ondernemingsrecht inmiddels duidelijk geworden dat er binnen de EU ondanks alle voorspellingen van die strekking nog altijd geen sprake is van een systeem van concurrentie van

9. Zie over de strekking van de voorgenomen samenwerking op het gebied van regelgeving rond het TTIP ook de brief van Minister van Buitenlandse Handel Ploumen aan de Tweede Kamer van 6 maart 2015, *Kamerstukken II*, 2014/15, 21 501-02, nr. 1465, p. 3: “Voor samenwerking op het gebied van toekomstige regelgeving heeft de EU tijdens de achtste onderhandelingsronde haar voorstel aan de VS overhandigd. Twee belangrijke elementen in het EU-voorstel zijn goede regulerende praktijken (zoals impact assessments en stakeholderconsultatie) en verbeterde samenwerking zonder dat dit afbreuk doet aan de beleidsvrijheid van de verdragspartijen. Belangrijk uitgangspunt voor beide partijen is immers vanaf dag één geweest dat de onderhandelingen geen afbreuk mogen doen aan onze hoge standdaarden voor mens, dier, plant en milieu.”

10. Illustratief is de volgende aarzeling van de – doorgaans conservatieve – commentator Wolf: “Meanwhile, those of us who wish to preserve both liberal democracy and global capitalism must confront serious questions. One is whether it makes sense to promote further international agreements that tightly constrain national regulatory discretion in the interests of existing corporations. My view increasingly echoes Prof Lawrence Summers of Harvard, who has argued that ‘international agreements [should] be judged not by how much is harmonised or by how many barriers are torn down but whether citizens are empowered’. Trade brings gains but cannot be pursued at all costs.” Zie M. Wolf, ‘Capitalism and democracy: the strain is showing’, *Financial Times* 31 augustus 2016.

11. In deze zin (evenwel optimistisch van toon) L. van Middelaar, *The Passage to Europe: how a continent became a union*, New Haven: Yale University Press 2013 (vertaald uit het Nederlands, 1e druk 2009), p. ix-xvii.

vennootschapsrecht tussen Lidstaten.¹² Deze constatering geeft aanleiding om de verhouding tussen het Europese ondernemingsrecht en het Nederlandse ondernemingsrecht en de verhouding van het Nederlandse ondernemingsrecht ten opzichte van de ondernemingsrechtssystemen in de andere Lidstaten nog eens kritisch te bezien.

Daarnaast is veel onzekerheid over het verdienmodel van de Nederlandse economie. Met name vanuit het oogpunt van de internationale fiscaliteit staat Nederland voor een aantal fundamentele keuzes over haar eigen positionering in het internationale handelsverkeer, in het bijzonder wat betreft haar vestigingsklimaat voor buitenlandse hoofdkantoren.¹³ In het kader van het vestigingsklimaat in internationaal perspectief zijn ook bepaalde aspecten van de

-
12. Vergelijk J. Roest, 'Europees vennootschapsrecht: hoe nu verder?', *WPNR* 2012 (6950), p. 783-792, in het bijzonder p. 792. Hierover uitgebreid en in dezelfde zin W.W. Bratton, J.A. McCahery & E.P.M. Vermeulen, 'How does corporate mobility affect lawmaking: a comparative analysis', ECGI law working paper nr. 91/2008, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.
13. Zie onder meer de 'belastingbrief' van Staatssecretaris van Financiën Wiebes van 16 september 2014 inzake de herziening van het Nederlandse belastingstelsel, *Kamerstukken I*, 2013/14, 32 140, nr. A, p. 9: "Vele ondernemingen zijn internationaal mobiel en zoeken het beste ondernemersklimaat op. Dat betekent niet dat Nederland zich zou moeten begeven in een belastingconcurrentiestrijd om de laagste tarieven. Ons land biedt ondernemers in den brede een voortreffelijk vestigingsklimaat, gebaseerd op goede voorzieningen en solide instituties. Het betekent wel dat het kabinet vaakzaam moet zijn op ons fiscale klimaat dat, als onderdeel van het bredere vestigingsklimaat, bepaalt of Nederland een land is waar bedrijven uit wegtrekken of een land dat banen aantrekt. Ons vestigingsklimaat is een troef. Nederland kreeg altijd een aanzienlijk groter deel van de internationale bedrijvigheid dan zijn evenredig aandeel, juist en vooral in substantiële activiteiten. Wij hebben onze positie als handelsland altijd omgeven met een fiscale infrastructuur die internationale samenwerking vergemakkelijkt en dubbele heffing voorkomt. Maar die positie is geen automatisme en staat onder druk." Zie voorts de brief van Staatssecretaris van Financiën Wiebes aan de Tweede Kamer van 20 september 2016 over het fiscale vestigingsklimaat, *Kamerstukken II*, 2016/17, 25 087, nr. 130, p. 2: "Het aantrekken en behouden van deze internationaal opererende ondernemingen (multinationals) is geen doel op zich. Het gaat om wat zij ons brengen. Deze bedrijven zijn van groot belang voor de open Nederlandse economie en de economische activiteit in ons land. Het CBS becijfert in een recent rapport dat multinationals goed zijn voor ruim de helft van de toegevoegde waarde van alle bedrijven in Nederland en voor ruim 80 procent van onze internationale handel in goederen. Ook volgt uit dit CBS-rapport dat 40 procent van de Nederlanders met een baan werkt voor een multinational. Buitenlandse multinationals genereren bijna een vijfde van al onze banen, introduceren nieuwe technologieën en zorgen voor kennisoverdracht. Door die kennisoverdracht, maar ook door bijvoorbeeld het leveren van goederen en diensten, profiteert ook het MKB direct en indirect van de aanwezigheid van multinationals en (regionale) hoofdkantoren."

juridische infrastructuur zoals investeringsbescherming en geschillenbeslechting van belang.¹⁴ Het dus is goed voorstelbaar dat op enig moment het Nederlandse ondernemingsrecht als onderdeel van die (her)positionering ook onder de loep genomen zal moeten worden. Ook de zich aandienende overgang naar een ‘*digital economy*’¹⁵ en de daarmee verband houdende (Europese) beleidsinspanningen om te komen tot een ‘*Digital Single Market*’¹⁶ zullen naar verwachting nieuwe eisen stellen aan de juridische infrastructuur, in het bijzonder wat betreft het creëren van een aantrekkelijk vestigingsklimaat voor startups en het inspelen op behoeften aan nieuwe financieringsvormen.¹⁷ Voor het behalen van de doelstellingen van het december 2015 gesloten internationale klimaatakkoord van Parijs zijn ingrijpende investeringen in Nederland noodzakelijk waarbij voor de benodigde nieuwe technieken ook behoefte bestaat aan

-
14. Zie voor een beknopte weergave de brief van Minister van Economische Zaken Kamp aan de Tweede Kamer van 8 januari 2016 over de resultaten van de Monitor Vestigingsklimaat over 2015, *Kamerstukken II*, 2015/16, 32 637, nr. 222, p. 2: “*Buitenlandse investeerders kiezen uiteindelijk voor die landen waar de omstandigheden voor hen het gunstigst zijn. Dit hangt af van diverse locatiefactoren waaruit het vestigingsklimaat is opgebouwd. Het belang van een locatiefactor verschilt per bedrijf. Het gaat daarbij om zaken als bereikbaarheid, (digitale) infrastructuur, gekwalificeerde arbeidsmarkt, kosten en de toegankelijkheid en omvang van de afzetmarkt. Maar ook (meer zachte) factoren zoals beschikbaarheid van internationaal onderwijs, meertaligheid, de kwaliteit van leven en gastvrijheid spelen een belangrijke rol.*” Uit de resultaten van de Monitor Vestigingsklimaat over 2015, een vergelijkend onderzoek naar het vestigingsklimaat in verschillende landen, volgt dat Nederland op het gebied van ‘investeringsbescherming’ relatief slechter scoort dan op andere factoren. Zie Monitor Vestigingsklimaat 2015, *Kamerstukken II*, 2015/16, 32 637, nr. 222 (bijlage), p. 5 en p. 9.
15. Zie bijvoorbeeld E. Brynjolfsson & A. McAfee, *The Second Machine Age: work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies*, New York: W.W. Norton 2014. Contrair hieraan is M. Wolf, ‘Same as It Ever Was – Why the Techno-optimists Are Wrong’, *Foreign Affairs* juli/augustus 2015, p. 15-22.
16. Zie de mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de regio’s, ‘A Digital Single Market Strategy for Europe’, 6 mei 2015, COM (2015), 192 definitief. De taakstelling is op p. 3. als volgt verwoord: “*A Digital Single Market is one in which the free movement of goods, persons, services and capital is ensured and where individuals and businesses can seamlessly access and exercise online activities under conditions of fair competition, and a high level of consumer and personal data protection, irrespective of their nationality or place of residence. Achieving a Digital Single Market will ensure that Europe maintains its position as a world leader in the digital economy, helping European companies to grow globally.*” Deze doelstelling komt neer op een herformulering van de klassieke vier vrijheden in de context van de moderne, digitale economie. Hiermee is de ‘DSM’ strategie ook een overkoepelend beleidskader voor het gehele economische beleid van de EU. Hoewel dit in officiële stukken niet zo wordt aangegeven, strekt de DSM strategie daarmee (mede) tot vervanging van de ‘Europe 2020’ strategie.
17. Zie ‘Reinventing the Deal’, *Economist* 24 oktober 2015 voor een verkenning van de vernieuwende organisatie- en financieringsstructuren die door startup-ondernemingen worden gebruikt.

nieuwe infrastructuur, aangepaste regels en andere organisaties.¹⁸ Nederland zal er in de nabije toekomst niet aan ontkomen om het eigen ondernemingsrecht integraal door te lichten om te bezien in hoeverre het nog tegemoet komt aan de veranderde – en veranderende – behoeften.

Voorts zijn in het verlengde van de financiële crisis bepaalde algemeen geaccepteerde uitgangspunten over regulering en toezicht ter discussie komen te staan. In het bijzonder gaat het hierbij om de effectiviteit van ‘*principle-based*’ regulering¹⁹ en de rol en functie van zelfregulering.²⁰ Hetzelfde kan worden gezegd over de vraag naar de maatschappelijke wenselijkheid van zelfregulering in de vorm van de Code²¹ en over de effectiviteit van het ‘*comply-or-explain*’ model waarop de Code is gebaseerd.²² Ook de werking van financiële markten, in het bijzonder de mate waarin de prijsvorming op de aandelenmarkt daadwerkelijk functioneert als signaal ten aanzien van alle beschikbare informatie met betrekking tot de onderliggende onderneming,²³ en het effect van de oriëntatie op financiële markten op de corporate governance van beursondernemingen en

-
18. Zie ‘Opties voor energie- en klimaatbeleid’, beleidsstudie van het Planbureau voor de Leefomgeving van 18 juli 2016, te raadplegen op <<http://www.pbl.nl>>.
 19. Zie hierover C.M. Grundmann – van de Krol, *Koersen in de mist: op weg naar transparante wetgeving*, afscheidsrede RU 2010, Den Haag: Boom 2010, p. 30-43, beschrijvend hoe het uitbreken van de kredietcrisis in 2007 op Europees niveau leidde tot een wijziging in de toezichtstructuur en een tendens van toezichthoudende autoriteiten om de principle-based regulering van een meer ‘*rule-based*’ invulling te voorzien via nadere uitvoeringsregels.
 20. Zie bijvoorbeeld W.H. Buiters, ‘Lessons from the global credit crisis for social democrats’, Den Uyl-lezing van 15 december 2008, bron: <<http://www.whbuiters.com>>, p. 11: “*Regulation is a response to market failure. How anyone could ever conceive of the notion that self-regulation, that is, market discipline and spontaneous collective action by (some of) the market participants, could correct this market failure is a mystery. It is asking the market to correct market failure. That is an invisible hand too far. If invisible hand failure can be corrected at all, it can be corrected only by the visible fist of the state.*”
 21. Illustratief voor dit debat is de karakterisering van de Code Tabaksblat als “*cricket clubhuis-reglement*” in een column van NRC-columnist Chavannes uit 2008. Zie M. Chavannes, *Niemand regeert: de privatisering van de Nederlandse politiek*, Amsterdam: NRC Boeken 2009, p. 121.
 22. Zie voor een beschouwing R. Abma & M. Olaerts, ‘De effectiviteit van de ‘comply or explain’-regel in Nederland’, *TvOB* 2011, p. 103-114. Hierover uitvoerig J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, diss. EUR 2012, IVO-reeks nr. 86, Deventer: Kluwer 2012. Zie ook §7.3.3 hiervoor.
 23. Zie bijvoorbeeld P. Bond, A. Edmans & I. Goldstein, ‘The Real Effects of Financial Markets’, ECGI Finance working paper no. 323/2011, december 2011, bron: <<http://www.ecgi.org>>. Zie voorts P.E. Woolley, ‘Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy’ in A. Turner et al (reds.), *The future of finance and the theory that underpins it*, London: London School of Economics and Political Science 2010, p. 121-143.

hun mogelijkheden om daadwerkelijk waardecreatie op lange termijn te realiseren²⁴ worden niet langer als een gegeven beschouwd. De implicatie van dit alles is dat veel van de sturingsinstrumenten die in het huidige bestel van corporate governance zijn verdisconteerd (beoordeling via marktsignalen, normering via zelfregulering en sturing via financiële prikkels) inmiddels in een ander daglicht zijn komen te staan wat betreft effectiviteit en wenselijkheid.

Ook de principiële normatieve oriëntatie van ‘moderne’ corporate governance op ‘*shareholder value*’ staat sinds de financiële crisis op de tocht,²⁵ al is het de vraag of er een beter alternatief voorhanden is. Met betrekking tot de gewenste mate van betrokkenheid van aandeelhouders in het bestel van corporate governance bij beursvennootschappen is een merkwaardige ontwikkeling zichtbaar. Enerzijds lijkt in bepaalde kringen het besef te zijn doorgedrongen dat van institutionele beleggers vanwege de marktomgeving waarin zij opereren en de regels waaraan zij voor hun beleggingsbeleid en risicospreiding zijn onderworpen moeilijk kan worden verwacht dat zij een werkelijke betrokkenheid bij de ondernemingen waarin zij beleggen ontwikkelen.²⁶ Anderzijds is dit precies de richting waarin de Europese Commissie en het Europees Parlement bewegen met de herziening van de Richtlijn aandeelhoudersrechten. Een vergelijkbare oriëntatie is zichtbaar in de herziene Code die in 2016 door de Commissie Van Manen is vastgesteld. Wederom wordt getracht om via een combinatie van bij code voorgeschreven richtsnoeren en transparantieplichtingen een daadwerkelijke gedragsverandering bij aandeelhouders te bewerkstelligen. Hier dreigt de geschiedenis van de Code in 2003 zich te herhalen.

Tot slot zijn in het verlengde van de financiële crisis ook meer fundamentele discussies over de maatschappelijke uitwerkingen van het huidige systeem van marktkapitalisme losgekomen, in het bijzonder voor wat betreft thema’s als inkomensongelijkheid, werkgelegenheid en duurzaamheid,²⁷ al geldt ook hier dat vrij algemeen wordt aanvaard dat er waarschijnlijk geen werkbaar alternatief voorhanden is. De (conservatieve) Britse premier May heeft dit sentiment als volgt verwoord: “*I strongly believe in the power of business and markets to*

24. Hierover uitgebreid Kay 2012a, Kay 2012b en Mayer 2012. Zie voor een Nederlands perspectief Boot 2009 en Raaijmakers G. 2009a.

25. Zie J. Fox & J. Lorsch, ‘What good are shareholders?’, *Harvard Business Review* juli-augustus 2012, p. 48-57.

26. Zie bijvoorbeeld J.W. Winter, ‘Corporate Governance en wat het recht niet vermag’, *A&E* 2012, p. 416-418.

27. Inmiddels een standaardwerk is T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, vertaling (origineel in het Frans), Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2014. Zie vanuit sociologisch perspectief R. Sennett, *The Culture of the New Capitalism*, New Haven: Yale University Press 2006. Een beschouwing vanuit klassiek-economisch perspectief geeft M. Wolf, *The Shifts and the Shocks – what we’ve learned – and have still to learn – from the financial crisis*, New York: Penguin Press 2014, in het bijzonder het hoofdstuk ‘How the World Economy Shifted’ (p. 149-192).

improve our collective prosperity and the Government I lead will be unequivocally and unashamedly pro-business. Because for Britain to thrive in a global economy, we need to support strong businesses that focus on long-term value creation and command public confidence and respect. But for people to retain faith in capitalism and free markets, big business must earn and keep the trust and confidence of their customers, employees and the wider public. For many ordinary working people – who work hard and have paid into the system all their lives – it is not always clear that business is playing by the same rules as they are. And when individual businesses lose the confidence of the public, faith in the business community as a whole diminishes – to the detriment of all. It is clear that in recent years, the behaviour of a limited few has damaged the reputation of many. It is clear that something has to change.”²⁸

De bovengenoemde discussies zullen hoe dan ook van invloed gaan zijn op de mate van maatschappelijke acceptatie van bepaalde verschijnselen die zich rond beursondernemingen kunnen voordoen. Voorbeelden van onderwerpen waarbij dit zou kunnen spelen zijn bestuurdersbezoldiging, fiscale structurering, werkgelegenheid en overnames door buitenlandse partijen. Met veranderende maatschappelijke opvattingen zal ook de maatschappelijke acceptatiegrens voor ‘uitschieters’ op deze gebieden wijzigen. De kans bestaat dat de maatschappelijke houding ten opzichte van bepaalde van deze onderwerpen zich in de toekomst op zodanige wijze ontwikkelt dat dit uit beleidsoogpunt noopt tot ingrijpen. De hierboven beschreven omstandigheden kunnen van beleidswege als aanleiding worden aangegrepen om het stelsel van ondernemingsrecht kritisch te bezien, maar de uiteindelijke uitkomst van dit proces is van vele factoren en beleidskeuzes op uiteenlopende terreinen afhankelijk. Vanwege de veelheid van relevante beïnvloedingsfactoren zal dit proces bij voorkeur haar beslag moeten krijgen in een breed maatschappelijk verband. De keuze om dit proces al dan niet in te zetten vergt een beleidsafweging. Gelet op de omvang van een dergelijke operatie ligt het niet voor de hand dat de Nederlandse wetgever hiertoe in de nabije toekomst zal overgaan.

8.3 Iets over ideeën in het ondernemingsrecht

Terugkijkend op de ontwikkelingen die zich in het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de periode van 1999 tot 2004 hebben voltrokken valt in de eerste plaats op dat de grens tussen normatieve en feitelijke argumenten in de discussie over de wenselijkheid van de versterking van de positie van aandeelhouders niet altijd even duidelijk kenbaar was. Bepaalde ontwikkelingen werden als feitelijke waarnemingen gepresenteerd (wat het is), terwijl het in werkelijkheid ging om normatieve uitgangspunten (wat het zou

28. Voorwoord T. May in UK Corporate Governance Reform Green Paper 2016, p. 2.

moeten zijn). Dit speelde in het bijzonder in de rapporten van de Europese High Level Group met betrekking tot de nieuwe beleidsagenda op het terrein van het Europese ondernemingsrecht. Ook in de Nederlandse discussie was hiervan, zij het in beperktere mate, sprake, bijvoorbeeld in de commentaren vanuit institutionele beleggers op de concept-Code Tabaksblat. Voor de zuiverheid van elke toekomstige discussie is van belang dat normatieve en feitelijke argumenten telkens als zodanig herkenbaar zijn.

Waar het gaat om het ontlenen van normatieve argumenten uit de (rechts)economie ten behoeve van een discussie rond een herziening in een juridisch kader laten de ontwikkelingen tussen 1999 en 2004 zien dat enige terughoudendheid geboden is. Het uit hun natuurlijke wetenschappelijke ‘leefomgeving’ lichten van concepten als de Efficient Market Hypothesis of de ‘residual claimants’ benadering van aandeelhouders en het toepassen van deze concepten in een juridische context brengt een aantal risico’s met zich mee. Ten eerste raken deze concepten geïsoleerd van de tegengeluiden die binnen de eigen wetenschapsdiscipline en vanuit andere disciplines worden ontwikkeld, met name wanneer deze tegengeluiden pas op een later moment ontstaan.²⁹ Ook raken de onderliggende assumpties die aan dergelijke concepten ten grondslag liggen uit het zicht, waardoor het gevaar bestaat dat concepten worden toegepast op feitelijke constellaties die niet met deze assumpties in overeenstemming zijn.

Met name bij de toepassing van economische inzichten die zijn ontleend aan een modelmatige benadering is voorzichtigheid geboden. De financiële crisis heeft duidelijk gemaakt dat de beschrijvende waarde van dergelijke concepten, bijvoorbeeld de veronderstelde rationaliteit van economische actoren en de efficiënte werking van financiële markten, in bepaalde omstandigheden tekort kan schieten. Volcker, voormalig voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, bracht dit probleem kernachtig onder woorden: “*One of the basic*

29. Zo was binnen het wetenschapsgebied van de econometrie reeds lange tijd kritiek geuit op de empirische onderbouwing en methodologische basis van onderzoek over onder meer de EMH. Zie voor een synthese H.J. Blommestein, ‘The financial crisis as a symbol of the failure of academic finance? (a methodological digression)’, *Journal of Financial Transformation* 2009, p. 69-74, in het bijzonder de conclusie op p. 74: “*The failure of academic finance can be considered one of the symbols of the financial crisis. Two important underlying reasons why academic finance models systematically fail to account for real-world phenomena follow directly from two conventions: (a) treating economics not as a ‘true’ social science, but as a branch of applied mathematics inspired by the methodology of classical physics; and (b) using economic models as if the empirical content of economic theories is not very low.*” Wiskundigen toonden zich op hun beurt weer kritisch over de onderliggende assumpties in de theorie over de EMH. Zie bijvoorbeeld Mandelbrot 2004, p. 8-13. De wiskundige en latere hedgefondsmanager E.O. Thorp omschreef de EMH als “*academic hot air, the stuff of cloistered professors spinning airy fantasies of high-order math and fuzzy logic.*” (geciteerd in S. Patterson, *The Quants: how a new breed of math whizzes conquered Wall Street and nearly destroyed it*, New York: Crown Business 2010, p. 32).

*flaws running through most of the recent financial innovation is that thinking embedded in mathematics and physics could be directly adapted to markets. A search for repetitive patterns of behavior and computations of normal distribution curves are a big part of physical sciences. However, financial markets are not driven by changes in natural forces, but by human phenomena with all their implications for herd behavior, for wide swings in emotions and for political interventions and uncertainties.*³⁰ Juist het tekortschieten van economische modellen ten aanzien van het kunnen benaderen van de effecten van “*real world phenomena*” onderstreept de noodzaak van terughoudendheid bij het hanteren van dergelijke inzichten als beleidsuitgangspunt.

Bij het ‘importeren’ van concepten uit de economische wetenschap moet ook niet uit het oog worden verloren dat onder de oppervlakte van economische theorieën en concepten soms ook een ideologische component schuil kan gaan. In hoofdstuk 4 is beschreven hoe in het werk van economen als Coase, Friedman en in het bijzonder Easterbrook & Fischel ook een zekere mate van doorwerking van ideologische overtuigingen besloten lag. Hier is op zich niets mis mee, het is zelfs in zekere zin onvermijdelijk. In een beschouwing over het vakgebied finance merkte Posner hierover op: “*When competing hypotheses cannot be subjected to rigorous empirical testing, the choice between them will be heavily influenced by preconceptions. In case of hypotheses about depressions, the preconceptions are likely in turn to be influenced by ideology.*”³¹ Het wordt pas problematisch wanneer de ideologische onderstroom uit het zicht raakt en een bepaalde opvatting die in wezen gedeeltelijk op arbitraire keuzes berust als geheel het imprimatur van een wetenschappelijk autoriteitsargument verkrijgt. In de economische wetenschap speelt daarbij het probleem dat onzuiver gebruik van wiskundige methoden ertoe kan leiden dat ideologische opvattingen voor een niet-ingevoerde lezer versluierd worden voorgesteld als harde feiten.³² Bij het overnemen van concepten die in de economische wetenschap zijn ontwikkeld bestaat het risico dat daarmee ongemerkt ook andermans ideologische

30. P.A. Volcker, ‘The time we have is running short.’, *NY Review of Books* 2010, vol. 11, p. 12. Zie voorts over de oriëntatie van de economische wetenschap op de harde wetenschappen van wiskunde en natuurkunde T. Sedlacek, *De economie van goed en kwaad: de zoektocht naar economische zingeving van Gilgamesj tot Wall Street*, vertaling (origineel in Tsjechisch), Schiedam: Scriptum 2012 (1e druk 2009), p. 326-340.

31. Posner 2009, p. 264.

32. Dit fenomeen is door Romer treffend aangeduid met de term ‘*mathiness*’. Zie P.M. Romer, ‘Mathiness in the Theory of Economic Growth’, *American Economic Review* 2015, p. 89-93, in het bijzonder p. 89: “*Academic politics, like any other type of politics, is better served by words that are evocative and ambiguous, but if an argument is transparently political, economists interested in science will simply ignore it. The style that I am calling mathiness lets academic politics masquerade as science. Like mathematical theory, mathiness uses a mixture of words and symbols, but instead of making tight links, it leaves ample room for slippage between statements in natural versus formal language and between statements with theoretical as opposed to empirical content.*”

opvattingen worden geïmporteerd. Dit risico geldt overigens net zo goed ten aanzien van importproducten uit buitenlandse juridische wetenschap. Met name in de Amerikaanse ondernemingsrechtswetenschap lijken er grote verschillen in ideologische oriëntatie te bestaan, ook tussen gezaghebbende hoogleraren wiens werk ook in het Nederlandse wetenschappelijk discours worden betrokken.³³

Bij het overnemen van concepten uit andere rechtsstelsels speelt een soortgelijk risico. De rechtsvergelijkende beschouwingen over Duitsland en het Verenigd Koninkrijk (zie hoofdstuk 7) laten zien dat Duitsland en Nederland allebei het instrument van een corporate governance code naar Brits voorbeeld in hun eigen ondernemingsrechtstelsels hebben geïntroduceerd, maar dat de wijze waarop deze ‘*legal transplant*’ in het nationale recht van beide landen werd ingepast sterk verschilde. In het Duitse recht lijkt behoedzamer en in ieder geval bewuster te zijn omgegaan met de inpassing van de DCGK in het Duitse ondernemingsrecht dan (aanvankelijk) bij de inpassing van de Code Tabaksblat in het Nederlandse ondernemingsrecht het geval is geweest. De verwachtingen in Duitsland over de gedragseffecten die een corporate governance code teweeg zou brengen, waren dan ook beduidend bescheidener van aard dan de kennelijke verwachtingen in Nederland. Het verschil in ervaringen onderstreept de noodzaak voor juridische ‘importproducten’ van een goede aansluiting bij de eigen juridische, sociale en maatschappelijke context van het importerende land. Ondertussen illustreren de recente ervaringen met de UK Combined Code en de Stewardship Code in het Verenigd Koninkrijk dat veranderingen in dezelfde juridische, sociale en maatschappelijke context ertoe kunnen leiden dat bepaalde wijzen van regulering niet langer effectief zijn. Met andere woorden, ook schijnbaar duurzame oplossingen kunnen beperkt houdbaar blijken te zijn. Dit noopt tot continue ijking van de situatie op juridisch niveau met de achterliggende situaties op feitelijk en normatief niveau. Deze constatering onderstreept ook het belang van het hanteren van functionele rechtsvergelijking in een ruimere context dan alleen een kale vergelijking van rechtsfiguren vanuit een puur juridisch perspectief.

De boodschap is nadrukkelijk niet dat ondernemingsrechtjuristen geen acht meer zouden moeten slaan op inzichten die buiten hun eigen vakgebied zijn ontwikkeld. Methodenpluralisme, juist ook via verbindingen met de wetenschapsgebieden van de economie en de psychologie, kan bijdragen aan een

33. Een sterke uitdrukking hiervan is de aanduiding van de Amerikaanse hoogleraar Coffee van collega-hoogleraren als Romano, Bainbridge en Ribstein als “*The Tea Party Causus of corporate- and securities laws professors*”. Zie J.C. Coffee, ‘The political economy of Dodd-Frank: why financial reform tends to be frustrated and systemic risks perpetuated’, Columbia Center for Law & Economics Studies working paper no. 414, 9 januari 2012, bron: <<http://www.ssrn.com>>, p. 7 en voetnoot 14. Zie voor een ander voorbeeld L.E. Strine Jr., ‘Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law’, *Columbia Law Review* 2014, p. 449-502.

rijker begrip van de materie.³⁴ Ook voor beleidsmakers is een multidisciplinair perspectief vereist: het juridisch perspectief is immers net zo goed een abstractie van de werkelijkheid als economische modellen en psychologische concepten dat zijn. Waar het uiteindelijk om gaat, is dat bij discussies in wetenschap en beleid over eventuele aanpassingen in het kader van wet- en regelgeving de herkomst van de gebruikte argumenten inzichtelijk is, zodat elk van deze argumenten op juiste wijze en binnen de juiste context op haar merites kan worden gewogen. Dit geldt in het bijzonder voor concepten ontleend aan de (rechts)economie en finance, waar vaak vanwege de elegantie en de ogenschijnlijke eenvoud van de redeneringen gecombineerd met uitvoerige cijfermatige onderbouwingen een bovengemiddelde aantrekkingskracht uitgaat.³⁵ Het is een taak voor alle betrokkenen, dus ook voor juristen en in het bijzonder voor ondernemingsrechtswetenschappers, om al deze argumenten afdoende te doorgronden om ze op waarde te kunnen schatten.³⁶

Met betrekking tot het wetgevingsproces voor het ondernemingsrecht in het algemeen en voor corporate governance voor beursvennootschappen in het bijzonder wijzen de gebeurtenissen tussen 1999 en 2004 op de noodzaak tot continue herijking van de feitelijke veronderstellingen die aan voorgestelde wijzigingen ten grondslag worden gelegd. Het is de vraag of indertijd in een

-
34. J.M. Smits, *Omstreden rechtswetenschap: over aard, methode en organisatie van de juridische discipline*, Den Haag: Boom 2009, p. 164-168. Een zeer geslaagd voorbeeld van een multidisciplinaire studie van het ondernemingsrecht vanuit een juridisch startperspectief is E.W. Orts, *Business Persons: a legal theory of the firm*, Oxford: Oxford University Press 2013.
35. Zie bijvoorbeeld de volgende verzuchting van de Amerikaanse econoom Shiller: “*There is a very human tendency to be a bit too attracted – perhaps distracted – by the symmetrical and the beautiful. The conservation laws of finance are only as valid as their underlying assumptions, and their applicability to real-world phenomena has been over-rated. And yet the sense of beauty pervading the theory, tempered with reality, remains part of the satisfaction for practitioners of this or any other science.*” Zie R.J. Shiller, *Finance and the Good Society*, Princeton: Princeton University Press 2012, p. 133. Zie over het verschijnsel ‘verleidelijke wiskunde’ ook Sedlacek 2012, p. 335-337.
36. Illustratief is de volgende observatie van de econoom Thaler over het vroege discours binnen de Amerikaanse law & economics stroming: “*When Richard Posner and others of his generation started the law and economics movement, there were many legal scholars who were uncomfortable with some of the conclusions of their work, but they lacked the economic training to put up a good fight. At that time, the few law professors that had any formal training in economics were using the traditional approach based on models of Econs, and legal scholars who tried to challenge the conclusions of such papers often felt bullied if they entered the ring against the law and econ crowd, who could brush aside critiques with a condescending ‘Well, you just don’t understand’.*” Zie R.H. Thaler, *Misbehaving: the making of behavioural economics*, London: Allen Lane 2015, p. 259-260.

eerder stadium een beter zicht verkregen had kunnen worden op de terugtrekkende bewegingen van de Nederlandse institutionele beleggers,³⁷ maar de onjuistheid van de beleidsveronderstellingen ten aanzien van de ontwikkelingen in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursondernemingen dient wat mij betreft wel als *'lesson learned'* voor de toekomst te worden beschouwd. De wetwijzigingen rond het Wetsvoorstel structuurregeling en de beleidsdiscussies over de Code onderstrepen ook het risico van regelgeving met een aspirerend karakter. De verwachtingen over de gedragseffecten van de nieuwe regelingen voor aandeelhouders waren deels gebaseerd op onjuiste feitelijke veronderstellingen (de vermeende aanwezigheid van Nederlandse institutionele beleggers als stabiliserende factor in het aandeelhoudersbestand) en deels op normatieve uitgangspunten (zoals de ideologische oriëntatie van de VVD op aandeelhoudersrechten als 'eigenaarsrechten' en de positieve grondhouding van het CDA ten opzichte van zelfregulering in het ondernemingsrecht). Ook hier dringt de noodzaak van een zorgvuldige scheiding tussen normatieve argumenten en feitelijke argumenten – en in het verlengde daarvan een grondige toetsing van de normatieve argumenten en een verificatie van de feitelijke argumenten – zich op.

8.4 Perspectieven voor een toekomstig ondernemingsrecht voor beursvennootschappen

Als de analyse van de gebeurtenissen in de periode 1999-2004 en de ontwikkelingen die zich in de jaren erna hebben voltrokken iets uitwijzen, dan is het wel dat het ondernemingsrechtelijk bestel in een zeer dynamisch krachtenveld opereert. Waar bij wetgeving op het gebied van privaatrecht doorgaans een lange beleidshorizon wordt gehanteerd, is dat bij het ondernemingsrecht lastig. Twee jaar nadat in 2004 de grote wetgevingsoperatie rond het Wetsvoorstel structuurregeling was afgerond gingen de eerste stemmen voor bijsturing al op. Dit is geen blijk dat het wetgevingsproces onzorgvuldig is verlopen. Het laat alleen zien dat de ontwikkelingen in de uitvoeringspraktijk rond beursondernemingen zeer snel kunnen gaan.

Met Assink³⁸ ben ik van mening dat er ondanks de in §8.2 hiervoor beschreven onzekere omgevingsfactoren nog altijd bepaalde tendensen in de ontwikkeling van het ondernemingsrecht waarneembaar zijn. Hierbij valt met name te denken

37. Een scherpe blijk van teleurstelling op dit punt is Winter 2012a, p. 418: *"Van aandeelhouders bij beursvennootschappen is al eerder geconstateerd dat zij niet of nauwelijks betrokken zijn in de governance van die vennootschappen. We beginnen steeds beter te begrijpen waarom institutionele beleggers wel de mond vol hebben van de governancestandaarden waaraan vennootschappen moeten voldoen maar verder geen rol spelen in de governance van de vennootschappen waarin ze beleggen."*

38. Assink 2013, §4.

aan de door Assink beschreven ontwikkeling van een relatief ‘gesloten’ ondernemingsrecht naar een betrekkelijk open ondernemingsrecht waarin internationale ontwikkelingen proactief worden ingebed en waarin vanuit de faciliterende functie van het recht de nadruk ligt op het bieden van een zekere inrichtingsvrijheid aan de gebruiker(s) van de betreffende rechtsvorm.³⁹ Inderdaad is moeilijk voorstelbaar dat deze ontwikkeling in de toekomst zal worden teruggedraaid of anderszins radicaal zal wijzigen. Tegelijkertijd zijn de internationale verhoudingen anno 2017 zodanig in flux, ook wat de positionering van Nederland in deze gewijzigde verhoudingen betreft, dat niet met zekerheid kan worden gezegd hoe de internationale oriëntatie van het Nederlandse ondernemingsrecht in de toekomst concreet gestalte zal krijgen en op welke wijze deze oriëntatie in het positief recht zal gaan doorwerken. Ook een verdere uitbouw van het faciliterend karakter van het ondernemingsrecht is geen gegeven in het licht van veranderende maatschappelijke acceptatiegrenzen ten aanzien van bepaalde aspecten van gedrag door en binnen ondernemingen, iets wat bijvoorbeeld speelt bij discussies over bestuurdersbezoldiging.⁴⁰

Juist vanwege de achtergrond van snel veranderende marktomstandigheden en het belang van een goed werkende juridische infrastructuur op het gebied van het ondernemingsrecht voor de Nederlandse economie bestaat vanuit conceptueel opzicht behoefte aan een responsief ondernemingsrecht.⁴¹ Het ondernemingsrecht als geheel moet voldoende robuust zijn om gelet op het belang van de rechtszekerheid in alle omstandigheden een bruikbare basis te kunnen bieden, terwijl het tegelijkertijd voldoende flexibel dient te zijn om in positieve zin in te kunnen spelen op veranderende omstandigheden. Daarnaast dient het ondernemingsrecht van een duidelijke oriëntatie op een doelgroep te worden voorzien. Zoals ik hierna zal toelichten, ligt op dit punt nog een beleidskeuze open. Tot slot dient het ondernemingsrecht, althans het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen, op een wijze te worden gepositioneerd die overeenstemt met de plaats en rol van Nederland in de internationale handelsverhoudingen. Ook dit impliceert beleidskeuzes die samenhangen met keuzes over het verdienmodel van Nederland.

De hierboven geschetste vergezichten maken niet dat op het punt van wetgeving alleen maar in grootse en meeslepende wetgevingstrajecten gedacht moet worden. Bij een responsief ondernemingsrecht zou het juist mogelijk moeten zijn

39. Ibid, p. 111-117.

40. Zie voor een recent overzicht E.C.H.J. Lokin, ‘Beloningen en de herziene Corporate Governance Code’, *MvO* 2017, p. 20-27.

41. Met de term responsief wil ik aanhaken bij de beschouwingen van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid in haar rapport over het toekomstig verdienmodel van Nederland. Zie Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, *Naar een lerende economie: investeren in het verdienvermogen van Nederland*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2013, p. 122-129.

om wettelijke bepalingen die betrekking hebben op technische of logistieke aangelegenheden snel aan te passen indien dit nodig lijkt. In de praktijk gebeurt dit niet. Zo sleept een discussie over een mogelijke aanpassing van de huidige oproepingstermijn voor AVA's van beursvennootschappen (thans minimaal 42 dagen) en de bijbehorende registratiedatum (thans minimaal 28 dagen) al jaren voort. De termijnen voor oproeping en registratiedatum werden in september 2011 al door het kabinet Rutte I als 'knelpunt in de regeldruk' aangemerkt met het voornemen om deze termijnen te verkorten tot wat elders in Europa gebruikelijk is.⁴² Een positief advies van de Commissie Vennootschapsrecht volgde begin 2013.⁴³ Toch is er vier jaar later nog steeds geen wetsvoorstel ingediend.⁴⁴ Ook de voor de hand liggende aanpassingen in het N.V.-recht die in het kielzog van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering van het B.V.-recht zijn voorgesteld⁴⁵ zijn tot op heden nog niet opgepikt. Het contrast met Duitsland, waar op doorlopende basis aan het AktG en aanverwante wetgeving wordt gesleuteld, is groot. De situatie in Duitsland laat ook zien dat de uitvoeringspraktijk wel degelijk uit de voeten kan met instrumentele wetswijzigingen die elkaar in een relatief hoog tempo opvolgen. Deze constatering doet vermoeden dat het zwaarwegende argument van de rechtszekerheid in de discussies over nieuwe wetgeving in Nederland niet altijd even terecht in stelling wordt gebracht.

Voor de relatieve inactiviteit die de wetgever de afgelopen jaren op het gebied van het ondernemingsrecht aan de dag heeft gelegd, zijn meerdere verklaringen te geven. De meest eenvoudige verklaring is dat het ondernemingsrecht lange tijd geen prioriteit in het wetgevingsprogramma genoot. Gelet op de grote wetgevingsoperaties in de eerste tien jaar van de 21ste eeuw (herziening structuurregeling, Wet bestuur en toezicht, flexibilisering B.V.-recht, Wet financieel toezicht en aanverwante regelingen en de vooralsnog stukgelopen herziening van het personenvennootschappenrecht) was het zeker niet onbegrijpelijk dat de beleidsaandacht elders naar uitging. Ook de reden waarom de aanvankelijk vanuit het kabinet aangekondigde integrale herziening van het N.V.-recht in de kielzog van de flexibilisering van het B.V.-recht⁴⁶ op advies van de Commissie

42. Brief van de Minister van EL&I en de Staatssecretarissen van Financiën en OCW van 15 september 2011 houdende de kabinetsreactie op de adviezen inzake de topsectoren, *Kamerstukken II* 2011/12, 32 637, nr. 15, p. 19.

43. Hierover F.G.K. Overkleef, 'Waarheen met de aandeelhoudersvergadering bij beursvennootschappen?', *V&O* 2013, p. 19-24.

44. In de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht van december 2016 is aangekondigd dat een mogelijke verkorting van de oproepingstermijn in het kader van het aankomende wetgevingstraject over de modernisering van het N.V.-recht zal worden meegenomen. Zie de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 20.

45. Zie bijvoorbeeld G.T.M.J. Raaijmakers & M.J.G.C. Raaijmakers, 'De NV in 2020', *Ondernemingsrecht* 2014, 12, nr. 2.2.

46. Aldus Minister van Justitie Opstelten tijdens een wetgevingsoverleg over het Wetsvoorstel invoeringwet flexibilisering B.V.-recht, *Kamerstukken II* 2011/12, 32426, nr. 24, p. 12.

Vennootschapsrecht lange tijd is aangehouden is valide: eerst de ervaringen met het nieuwe B.V.-recht afwachten voordat grote wijzigingen in het N.V.-recht worden voorgesteld.⁴⁷

Het feit dat echter ook de kleine dingen zijn blijven liggen, zoals de ‘easy fixes’ die de Commissie Vennootschapsrecht in haar hierboven genoemde advies uit 2013 aanreikte, kan duiden op een meer fundamentele kwestie. Mogelijk bestaat vanuit de politiek en vanuit het wetgevingsapparaat na alle commotie rond de beruchte amendementen bij verschillende wetsvoorstellen in 2009 en de heftige reacties daarop vanuit de ondernemingsrechtpraktijk,⁴⁸ na het relatief moeizame traject om te komen tot de Wet bestuur en toezicht en de Flex-B.V. en met name na het op de valreep stranden van het Wetsvoorstel personenvennootschappen weinig animo meer om nieuwe wetgevingstrajecten op het gebied van het ondernemingsrecht te initiëren, hoe kleinschalig ook. Ook de wetenschap en uitvoeringspraktijk zitten nog altijd overwegend op het spoor van ‘grote’ wetgevingsoperaties.⁴⁹ Het is niet onmogelijk dat de huidige opstelling ten opzichte van dergelijke grote operaties sterke gelijkenissen vertoont met de houding die toenmalig Minister van Justitie Donner in 2003 al in het kader van de behandeling van het Wetsvoorstel structuurregeling verwoordde: *“Als dit achter de rug is, kunnen wij niet in één klap het hele vennootschapsrecht opnieuw bekijken. Dat wordt een exercitie zoals wij bij het nieuwe BW hebben gehad. Ik ben er doodsbenuwd voor dat we ons dan jaren met discussies bezighouden, terwijl de Nederlandse structuurregeling juist in onbruik aan het geraken is omdat die niet meer beantwoordt aan de behoefte van de praktijk.”*⁵⁰

47. Zie over dit advies van de Commissie Vennootschapsrecht M.A. Verbrugh, ‘Van de NV naar de BV naar de NV’, *AAe* 2014, p. 263-271.

48. Bijvoorbeeld M.J. Kroeze & G. van Solinge, ‘Parlementair prutswerk’, *Ondernemingsrecht* 2010, 129.

49. Zie bijvoorbeeld de oproep in Winter 2011b. Hiertegen B.F. Assink, ‘The State of Dutch Corporate Law’, *European Company Law* 2012, p. 263-266 met een naschrift van Winter in J.W. Winter, ‘Rethinking Company Law, Fundamentally’, *European Company Law* 2012, p. 267-269. Zie voor een recente reprise B.F. Assink, ‘Innovatie en ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2016, 100: *“Illustratief zijn de diverse – zelf weer van innovatief denken blijk gevende – herijkingsoproepen die de afgelopen vijf jaren zijn gedaan, variërend van instelling van een (tijdelijke) commissie Verdam 2 tot instelling van een (permanente) commissie ‘Innovatie in het Ondernemingsrecht’ en instelling van diverse (tijdelijke) expertgroepen opgevolgd door een (permanente) ‘Monitoring Commissie Rechtsvormen’. Maar wat is met deze pleidooien voor meer regie en minder ‘waan van de dag’ vervolgens gedaan in de praktijk? Tot op heden weinig tot niets, zo is mijn indruk. Dat houdt niet over:”*

50. Opgetekend in het verslag van een wetgevingsoverleg van de Vaste commissie voor Justitie van 1 september 2003 over het Wetsvoorstel structuurregeling, *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 10.

Uiteindelijk zullen de politiek, wetenschap en uitvoeringspraktijk elkaar toch moeten vinden in het proces van wetgeving wil er nog een herziening van het N.V.-recht – van fundamentele of juist van instrumentele aard – worden gerealiseerd. Antwoorden op de vraag hoe het Nederlandse ondernemingsrecht eruit zou moeten zien, zouden primair via het politiek proces tot stand moeten worden gebracht als resultante van een belangenafweging van verschillende maatschappelijke opvattingen. Een antagonistische opstelling vanuit de wetenschap ten opzichte van dit politiek proces is dan weinig constructief.⁵¹ Evenmin is het zinvol om in wetenschappelijke beschouwingen het politieke proces rond wetgeving te abstraheren tot ‘de wetgever’. Deze abstracte aanduiding doet onvoldoende recht aan het complexe politieke en maatschappelijke krachtenveld waarin wetgeving tot stand wordt gebracht. Het zou dus goed zijn als vanuit de wetenschap en praktijk enig begrip kan worden opgebracht voor de – als zodanig gepercipieerde – grillen van het wetgevingsproces. Hier staat tegenover dat de regering en het parlement wel een gezamenlijke verantwoordelijkheid hebben om tot deugdelijke wetgeving te komen en dat zij ook vanuit de wetenschap en de uitvoeringspraktijk op deze verantwoordelijkheid aangesproken moeten kunnen worden. Het verdient evenwel de voorkeur dat dit gebeurt in de context van een constructieve dialoog.

Het wetgevingsprogramma op het terrein van het ondernemingsrecht heeft recent een nieuwe impuls gekregen met de publicatie van de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht.⁵² Deze kabinetsnota werd in december 2016 door Minister van Justitie Van der Steur naar de Tweede Kamer gezonden. Het stuk was ingestoken als een vervolg op de oorspronkelijke Nota modernisering ondernemingsrecht van Minister van Justitie Donner uit 2004 (zie §5.6.2). De doelstellingen en uitgangspunten van het ondernemingsrecht die in de oorspronkelijke Nota modernisering ondernemingsrecht waren geformuleerd, waaronder het bieden van flexibele rechtsvormen die beantwoorden aan de behoeften van “gebruikers, belanghebbenden en derden”, zijn in dit nieuwe stuk nogmaals bevestigd.⁵³ Wel wordt er in de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht nadrukkelijk op gewezen dat er tegenwoordig meer aandacht is voor thema’s als duurzaamheid en langetermijndenken en dat ook nieuwe inzichten uit de hoek van de gedragseconomie aanleiding kunnen geven tot een ander perspectief op sturing (en regulering) van bestuurlijk gedrag.⁵⁴

51. Een extreem voorbeeld van een dergelijke antagonistische opstelling is de column van Van Mourik uit 2011 over het stuklopen van het wetgevingsproces rond het Wetsvoorstel personenvennootschappen. Zie M.J.A. van Mourik, ‘Wetgevingsterreur’, *TvAR* 2011, p. 279-280.

52. Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9.

53. *Ibid.*, p. 5-7.

54. *Ibid.*, p. 10.

In de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht zijn in het verlengde van deze herijking van de doelstellingen en uitgangspunten van de oorspronkelijke Nota modernisering ondernemingsrecht de contouren van een breed wetgevingsprogramma geschetst waarin het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen een belangrijke plaats inneemt. Zo wordt voorgesteld om te komen tot een integrale ‘modernisering’ van het N.V.-recht, wordt een verkenning aangekondigd naar de wijze waarop regelgeving voor de financiële markten toegankelijker en toekomstbestendiger kan worden gemaakt en wordt de evaluatie aangekondigd van bestaande wetten zoals de ‘afroomregeling’ van artikel 2:135 lid 7 BW, de met de Wet bestuur en toezicht ingevoerde regelingen en het per 2013 herziene enquêterecht.⁵⁵ Specifiek voor aandeelhouders in beursvennootschappen is een beleidsanalyse op de positie van minderheidsaandeelhouders rond openbare biedingen in het vooruitzicht gesteld, een en ander mede naar aanleiding van de kritiek van Eumedion op de gang van zaken bij een aantal recente overnamebiedingen.⁵⁶ Als deze beleidsvoornemens ook daadwerkelijk worden doorgezet, dan gaat het Nederlandse ondernemingsrecht dus wederom een meerjarige periode van brede en intensieve discussies in beleid, politiek, wetenschap en praktijk tegemoet.

Bij een responsief ondernemingsrecht voor beursvennootschappen past ook een duidelijke(re) oriëntatie op een doelgroep. Dit geldt in het bijzonder ten aanzien van ‘buitenlandse’ beurs-N.V.’s. Er blijkt sprake te zijn van een opkomst van de ‘beurs-N.V. in den vreemde’. Dit zijn internationaal opererende beursondernemingen die via de rechtsvorm van een N.V. worden gedreven waarvan de aandelen zijn genoteerd aan een beurs buiten Nederland.⁵⁷ Voor deze ondernemingen is Nederland om verschillende redenen aantrekkelijk als plaats van vestiging, onder meer vanwege de mogelijkheden die het Nederlandse ondernemingsrecht biedt voor een op maat gesneden governance-structuur, inclusief beschermingsconstructies.⁵⁸ In zekere zin wordt het Nederlandse ondernemingsrecht door deze nieuwe ‘gebruikers’ verrijkt. De soms exotische beursondernemingen uit het buitenland maken vaak maximaal gebruik van de door het Nederlandse recht geboden flexibiliteit wat hun inrichting betreft en dragen daarmee bij aan de verdere ontwikkeling ervan. De opkomst van beurs-N.V.’s in den vreemde heeft ook een keerzijde. Enkele commentatoren, met name uit de hoek van institutionele beleggers, hebben gewezen op het gevaar dat het

55. Ibid, p. 15-22.

56. Ibid, p. 10-15.

57. Over dit fenomeen uitgebreid A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, ‘De beurs-NV in den vreemde: een perspectief op modernisering van het NV-recht’, *Ondernemingsrecht* 2014, 15 en A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in ‘t Veld, ‘Multiple corporate citizenship’, *Ondernemingsrecht* 2015, 120.

58. Hierover C.J.C. de Brauw, ‘NV’s met beursnotering buiten Nederland; een internationaal perspectief op het Nederlandse model’, in G. van Solinge et al. (reds.), *Nederland, het Delaware van Europa?*, Van der Heijden-reeks nr. 135, Deventer: Kluwer 2016, p. 43-87.

Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen door deze ontwikkeling in een soort ‘race to the bottom’ kan geraken.⁵⁹ Gevreesd wordt dat dit tot een uitholling van de waarborgen voor minderheidsaandeelhouders zal leiden, met name bij buitenlandse beursondernemingen die een grootaandeelhouder met een meerderheids- of een controlerend minderheidsbelang in hun governance-structuur hebben.⁶⁰ De oproep vanuit deze commentatoren is dan ook om beleid en uitvoeringspraktijk niet te veel te richten naar de wensen van deze buitenlandse beursondernemingen.

De opkomst van het fenomeen van de beurs-N.V. in den vreemde noopt tot beleidskeuzes. Is het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen primair gericht op het faciliteren en reguleren van puur Nederlandse beursondernemingen, zou het juist meer gericht moeten zijn op de aantrekkelijke markt van buitenlandse beursondernemingen of kan het tegelijkertijd op allebei zijn gericht? Dit hangt samen met de overkoepelende beleidskeuzes over het Nederlandse vestigingsklimaat, waaronder keuzes met betrekking tot de positie en omvang van de financiële sector en keuzes in het fiscale beleid.⁶¹ De recente Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht laat zich hier niet expliciet over uit. Zij houdt vast aan de algemene verwijzing naar “gebruikers, belanghebbenden en derden” die ook al in de oorspronkelijke Nota modernisering ondernemingsrecht uit 2004 was opgenomen.⁶² Ook deze keuzes zouden primair via de politiek gestalte moeten krijgen. Het gaat immers om vragen over de inrichting van het Nederlandse economisch bestel vanuit het perspectief van de internationale (concurrentie)verhoudingen en daarmee dus

-
59. R. Abma, ‘De uitwassen van ons flexibele vennootschapsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2015, 87. Hiertegen De Brauw 2016, p. 61-69.
60. Zie bijvoorbeeld het position paper van Eumedion ‘Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met controlerend aandeelhouder’ van 28 juni 2016, te raadplegen op <<http://www.eumedion.nl>>.
61. Een private dimensie betreft de aantrekkelijkheid van de Nederlandse beurs. In recente jaren koos een aantal succesvolle Nederlandse ondernemingen op het gebied van ‘*life sciences*’ zoals ProQR Therapeutics N.V. en Uniqure N.V. voor een beursgang aan de Amerikaanse NASDAQ-beurs. Beursorganisatie Euronext heeft er bezien vanuit het perspectief van de internationale concurrentieslag tussen beurzen uiteraard belang bij dat juist ook de Nederlandse beurs aantrekkelijk blijft voor beursgangen van Nederlandse ondernemingen.
62. Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 5. In de inleiding van de Nota wordt wel opgemerkt dat het ondernemingsrecht “*de juridische infrastructuur voor het Nederlandse bedrijfsleven*” vormt (ibid, p. 1). Dit citaat lijkt in isolatie bezien in de richting van een beleidskeuze ten gunste van ‘Nederlandse’ ondernemers en ondernemingen te wijzen. Verderop in de Nota wordt evenwel gewezen op het feit dat circa 1% van de in Nederland gevestigde bedrijven een buitenlandse vestiging is. Hierover wordt opgemerkt: “*Deze kleine groep buitenlandse bedrijven zorgt voor vijftien procent van alle banen in Nederland. Dit staat gelijk aan bijna één miljoen arbeidsplaatsen. Daarnaast doen zij bijna een kwart van de investeringen in Nederland.*” (ibid, p. 4). Het ligt voor de hand dat de term ‘het Nederlandse bedrijfsleven’ dus breed moet worden opgevat.

indirect om het verdienmodel van de Nederlandse economie. Deze vragen zijn te belangrijk om enkel aan toevallige ontwikkelingen over te laten. Helaas ontbreekt het in het tegenwoordige politieke debat nog wel eens aan coherente en gearticuleerde visies op dit vlak. Hier ligt een taak voor de politieke partijen om onderscheidende visies over het Nederlandse economische model – en daarmee ook het Nederlandse ondernemingsrecht – in de huidige internationale verhoudingen te ontwikkelen en uit te dragen.

Een thema dat met de ontwikkelingen rond beurs-N.V.'s in den vreemde samenhangt, is de ontwikkeling van het bestand aan 'Nederlandse' beursvennootschappen en de verschuivingen die zich in de periode sinds de eeuwwisseling in dit bestand hebben voorgedaan. Met de grove aanduiding 'Nederlandse' beursvennootschap doel ik op ondernemingen die in een Nederlandsrechtelijke rechtsvorm worden gedreven, economisch (ook) in Nederland actief zijn en – al dan niet naast noteringen aan één of meer buitenlandse beurzen – een beursnotering aan Euronext Amsterdam hebben. In de jaren '90 was nog sprake van een significante toename van deze categorie beursvennootschappen als gevolg van het positieve beursklimaat, veranderende financieringsbehoeften van gevestigde ondernemingen en de opkomst van nieuwe ondernemingen op het gebied van internet, media en technologie.⁶³ Tussen 1990 en 1999 vonden in totaal 96 beursintroductions in Nederland plaats.⁶⁴ Na het barsten van de dotcom-zeepbel rond de eeuwwisseling nam het jaarlijkse aantal beursintroductions drastisch af. Evengoed telde de Amsterdamse beurs eind 2003 maar liefst 160 beurs-N.V.'s.⁶⁵ Dit aantal nam in de jaren erna sterk af. Tussen 2004 en 2006 vonden tegen 9 nieuwe beursintroductions in totaal 39 'delistings' van Nederlandse beursfondsen plaats.⁶⁶ De meeste delistings zullen een gevolg zijn geweest van de in §6.1 en §6.2.2 hiervoor beschreven overnamegolf door private equity-partijen en andere 'going private' transacties. Ook nadat de overnamemarkt als gevolg van de financiële crisis van 2008 en verder aanzienlijk was afgekoeld, zette de netto daling van het aantal Nederlandse beursfondsen door. Per medio 2016 waren er in totaal nog 99 N.V.'s met beursnotering in Amsterdam.⁶⁷ Het relatief hoge aantal Nederlandse beursintroductions in 2016, met onder andere de gedeeltelijke beursgangen van Philips Lighting en ASR, is evenwel een hoopvol teken. De tijd zal leren of de trend van de netto-daling van het aantal Nederlandse beursondernemingen daadwerkelijk gestuit zal kunnen worden.

63. Zie Westerhuis/De Jong 2015, p. 161-167.

64. Van der Elst/De Jong/Raaijmakers Th. 2007, p. 45.

65. Getal ontleend aan Bootsma/Hijink/In 't Veld 2015, par. 4.2 en figuur 1. Van der Elst/De Jong/Raaijmakers Th. 2007, p. 47 geeft op basis van een andere dataset per ultimo 2003 een getal van 139 Nederlandse beursfondsen.

66. Van der Elst/De Jong/Raaijmakers Th. 2007, p. 45-46.

67. Aldus J.B.S. Hijink in zijn voordracht 'Corporate Governance – het speelveld en de ontwikkelingen daarop' gehouden tijdens het *Ondernemingsrecht*-diner op 9 juni 2016, presentatie (kopie in bezit auteur) op p. 4.

Naast de vraag naar de cijfermatige ontwikkeling in het aantal ‘Nederlandse’ beursondernemingen is ook de vraag relevant welke economische activiteiten door deze beursondernemingen worden ontplooid. De economische activiteiten bepalen voor een belangrijk deel de maatschappelijk toegevoegde waarde van deze ondernemingen en zijn bovendien mede richtinggevend voor het economisch verdienmodel waarbinnen zij worden verricht. Ook hier is ten opzichte van de situatie rond de eeuwwisseling een opmerkelijke verschuiving zichtbaar. Uit een inventarisatie van de bedrijfsactiviteiten van Nederlandse beursondernemingen in het onderzoek dat Honée, Timmerman en Nethe in 1999 en 2000 in opdracht van de SER hebben verricht, blijkt dat het zwaartepunt van de bedrijfsactiviteiten van de onderzochte Nederlandse beursvennootschappen (184 in totaal) rond de eeuwwisseling nog nadrukkelijk op de industrie, handel en logistiek lag.⁶⁸ Tegenover negen beursgenoteerde banken en twee beursgenoteerde verzekeraars stonden onder andere negentien beursondernemingen met activiteiten op het gebied van elektronica, zestien ondernemingen met activiteiten op het gebied van metaalverwerking, zeventien groothandelsbedrijven, twaalf transportondernemingen en tien bouwbedrijven. Inmiddels is dat anders. Afgaande op een recent overzicht van beurs-N.V.’s met een notering aan Euronext Amsterdam⁶⁹ hebben financiële ondernemingen en beleggingsondernemingen inmiddels de overhand. Op een totaal van 95 beursondernemingen waren er per ultimo 2014 zeven beursgenoteerde banken en verzekeraars (inmiddels negen na de beursgangen van ABN AMRO en ASR) en acht beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hier staat tegenover dat een aantal niet-financiële ondernemingen uit het overzicht per ultimo 2014 inmiddels van de beurs is gehaald als gevolg van een geslaagd openbaar bod (bijvoorbeeld Nutreco, Grontmij, Ten Cate en TNT Express) ofwel failliet is gegaan (Macintosh Retail, Imtech). Bij dit alles moet ook worden bedacht dat zich onder de totale populatie van beursfondsen ook een aantal ‘slapende’ fondsen bevindt, dat wil zeggen beursgenoteerde N.V.’s waarin geen of nagenoeg geen ondernemingsactiviteiten meer worden gedreven. Het relatieve aandeel van bovengenoemde financiële ondernemingen en beleggingsondernemingen in de totale economische activiteit die vanuit Nederlandse beursondernemingen wordt verricht is dus nog groter.

Het is de vraag of de hierboven beschreven ontwikkelingen in het aantal Nederlandse beursondernemingen en in de door deze beursondernemingen verrichte economische activiteiten in maatschappelijk opzicht positief uitwerken. Bij de beoordeling van dit vraagstuk speelt de complicatie dat het niet duidelijk is of de ontwikkelingen in het bestand van Nederlandse beursondernemingen

68. Honée/Timmerman/Nethe 2000, bijlage 1, p. 2.

69. Overzicht ontleend aan A.A. Bootsma, A. Gruntfest, J.B.S. Hijink & L. in ’t Veld, ‘Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen’, onderzoeksrapport in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 4 september 2015, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>, p. 48-49 (stand per ultimo 2014).

in de verhouding tot de gehele Nederlandse economie als een oorzaak dan wel als een gevolg moeten worden gezien. Anders gezegd: krijgt de Nederlandse economie de beursondernemingen die het verdient of krijgen de Nederlandse beursondernemingen de economie die ze verdienen? Een hiermee samenhangende vraag is welke plaats beursgenoteerde ondernemingen in het Nederlandse economisch bestel innemen. Ook deze vraag heeft een dubbele dimensie. De vraag is niet alleen welke bijdrage beursgenoteerde ondernemingen leveren aan de economie in vergelijking tot niet-beursgenoteerde ondernemingen, maar ook of het zijn van een beurs-N.V. wel de juiste ‘leefomgeving’ biedt voor grote Nederlandse ondernemingen om een optimale bijdrage aan de economie te kunnen leveren. Uit verschillende hoeken, ook vanuit beursondernemingen zelf, wordt deze laatste vraag nog wel eens ontkennend beantwoord.⁷⁰ Al deze vragen zouden naar mijn mening in de beleidsvorming over het Nederlandse economisch verdienmodel en de plaats en functie van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in dat bestel betrokken moeten worden.

Net zoals het de vraag is wat ‘de Nederlandse beursvennootschap’ tegenwoordig is, moet ook worden gekeken naar wat de ‘aandeelhouder’ van een Nederlandse beursvennootschap is. Volgens een recente opgave van de VEUO en VNO-NCW zou inmiddels bijna 90% van het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen uit niet-Nederlandse partijen bestaan.⁷¹ In een dergelijke context is de effectiviteit in de praktijk van gedragsnormering en sturing via ‘zachte’ Nederlandsrechtelijke instrumenten zoals de algemene beginselen van redelijkheid en billijkheid geen gegeven (zie §6.5). In de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht wordt het belang van het rekening houden in wetgeving en beleid met de rechtssferen waaruit de buitenlandse aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen afkomstig zijn expliciet onderkend in de context van een mogelijke heroriëntatie op rechten van minderheidsaandeelhouders bij openbare biedingen.⁷² Dit rekening houden zou wat mij betreft niet alleen in beleidsmatige zin moeten gebeuren (op welke wijze kan het Nederlandse recht beter aansluiten bij de wensen van buitenlandse beleggers), maar ook in praktische zin (hoe werkt het Nederlands recht in de praktijk als een belangrijk deel van de betrokken partijen uit niet-Nederlandse rechtssferen afkomstig is). Deze vraag is actueel nu in de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht is aangekondigd dat de voorgestelde beleidsanalyse

70. Illustratief is de opmerking van Mediq-CEO Van Gelder bij de aankondiging van het gesteund openbaar overnamebod van het private equity-huis Advent International op Mediq in 2012 dat het algemeen belang van de gezondheidszorg een “*aanpak voor de lange termijn die niet altijd overeenkomt met de focus van de kapitaalmarkten*” vereiste. Zie ‘Mediq zoekt de groei buiten de beurs’, *Volkskrant* 25 september 2012.

71. Aangehaald in Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 9.

72. *Ibid*, p. 15.

op de positie van minderheidsaandeelhouders rond openbare biedingen en de implementatie van de aankomende herziene Richtlijn Aandeelhoudersrechten (zie §6.4.2) aanleiding zouden kunnen geven tot “*een heroriëntatie inzake de verhoudingen tussen aandeelhouders onderling en tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering.*”⁷³ Of een dergelijke ‘heroriëntatie’ een vergelijkbaar ambitieniveau zal hebben als de in hoofdstuk 5 beschreven wetgevingsprojecten valt te bezien, maar op het punt van inzicht in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen vallen uit de in hoofdstuk 6 beschreven ontwikkelingen zeker de nodige lessen te trekken.

Tot slot dient de rol van de overheid ten opzichte van het bedrijfsleven in de politiek voortdurend een onderwerp van gesprek te zijn. Op dit punt is de beleidsmatige discussie momenteel weer volop in beweging. Een opvallende ontwikkeling betreft het fenomeen van interventies van de overheid bij staatsdeelnemingen. Recente voorbeelden van interventies van overheidswege, zoals de vervanging van de topman van de NS en het aanvankelijk uitstellen van de beursgang van ABN AMRO vanwege ophef over beloningen die de RvC aan leden van het bestuur had toegekend, geven de indruk dat de overheid tegenwoordig een actievere invulling geeft aan haar rol als aandeelhouder in staatsdeelnemingen.⁷⁴ In samenhang bezien wijzen deze ontwikkelingen erop dat de opstelling van de overheid ten opzichte van grote ondernemingen is veranderd ten opzichte van de situatie van voor de financiële crisis.

Ook de rol van de Nederlandse overheid met betrekking tot overnamebiedingen op Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is tegenwoordig weer onderwerp van discussie. In de jaren voorafgaand aan de financiële crisis lijkt Nederland met de kennis van nu toch een beetje het braafste jongetje van de klas te zijn geweest met zijn beleid van non-interventie. Dit geldt zeker in vergelijking tot een land als Duitsland (zie §7.2), maar zelfs ook in vergelijking tot het Verenigd Koninkrijk. Zo kreeg de door de kredietcrisis in de problemen

73. Ibid.

74. In deze zin ook Minister van Financiën Dijsselbloem in een overleg met de vaste commissie Financiën en de vaste commissie infrastructuur en milieu van de Tweede Kamer op 3 februari 2016, *Kamerstukken II*, 2015/16, 28 165, nr. 248, p. 16: “*Waar richten wij ons op? Wij kunnen niet op de stoel van de directie zitten. Dan moeten wij er een ambtelijke dienst van maken. Misschien dat sommige leden van de commissie daar op onderdelen voor zijn. Wij niet. Wij willen dat het bedrijf ook bedrijfseconomisch zorgvuldig wordt gerund, want het gaat om bedrijfsmatige activiteiten. Als aandeelhouder moeten wij heel precies zijn in de zaken waarop wij sturen en meekijken. Dat doen wij. Wij kijken mee op benoemingen en beloningen, de strategie van de bedrijven, de keuzes die men maakt en op investeringen. De investeringen moeten zijn af te leiden uit de strategische keuzes die met de aandeelhouder met enige regelmaat zijn besproken. Langs deze hoofdlijnen sturen wij op de staatsdeelnemingen. Met enkele uitzonderingen staan ze er goed voor; het beleid is langs deze lijnen opnieuw geijkt.*”

geraakte Britse bank Northern Rock in september 2007 al omvangrijke liquiditeitssteun van de Bank of England en werd zij kort daarop in februari 2008 genationaliseerd.⁷⁵ Het optreden van De Nederlandsche Bank in recente jaren, in het bijzonder rond de nationalisatie van SNS REAAL in 2013⁷⁶ en rond het conflict tussen Delta Lloyd en een activistische aandeelhouder in 2016,⁷⁷ geeft al van een (veel) actievere opstelling blijk.

Voorlopig hoogtepunt in deze reeks was de opstelling van het kabinet – in de persoon van Minister van Economische Zaken Kamp (VVD) – rond de voorgenomen overname van PostNL door het Belgische Bpost die op verschillende momenten in 2016 de kop opstak. Waar het kabinet zich bij de eerdere toenemingen van Bpost bij PostNL nog openlijk op de vlakte hield,⁷⁸ gaf Kamp in een brief aan de Tweede Kamer van 11 november 2016 naar aanleiding van een nieuw bod van Bpost aan dat het kabinet serieuze bedenkingen had tegen de voorgestelde overname.⁷⁹ Met herhaalde verwijzingen naar het feit dat het bestuur en de RvC van PostNL het ongevraagde en voorwaardelijke overnamebod van Bpost unaniem hadden afgewezen maakte Kamp weliswaar duidelijk dat het kabinet niet zelf de regie voerde, maar met opmerkingen dat hij voorgestelde overname als ‘een stap terug’ beschouwde in het proces van privatisering van de postmarkt (Bpost is voor 51% eigendom van de Belgische staat) en dat het kabinet het perspectief van de Universele Postdienst (UPD) zou betrekken bij de beoordeling van de voorgestelde overname gaf hij wel duidelijk richting aan de politieke discussie.

-
75. Over deze casus gaat A.J.P. Schild, ‘De Interventiewet en het EVRM: een lastig huwelijk’, *Ondernemingsrecht* 2012, 3, par. 1-2.
76. Kenbaar uit HR 20 maart 2015, *NJ* 2015, 361 m.nt. J.W. Winter & P. van Schilfgaarde, *JOR* 2015/251 m.nt. N.E.D. Faber, *Ondernemingsrecht* 2015, 97 m.nt. H.Beckman (*SNS REAAL*).
77. Kenbaar uit Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 maart 2016, *ARO* 2016, 44 (*Delta Lloyd*), r.o. 2.13 (verwijzend naar een brief van DNB aan Delta Lloyd waarin DNB te kennen gaf dat de besluitvorming over de claimmissie van Delta Lloyd waartegen de betreffende aaandeelhouder zich verzette doorgang diende te vinden).
78. Zie bijvoorbeeld de antwoorden van Minister van Economische Zaken Kamp op kamervragen van R. Bosma (VVD) en M.L. Vos (PvdA) van 20 juni 2016, *Handelingen II*, 2015/16, aanhangsels nrs. 2910 en 2911.
79. Brief van Minister van Economische Zaken Kamp aan de Tweede Kamer van 11 november 2016 inzake het voorgesteld overnamebod van Bpost op PostNL, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 502, nr. 125.

De brief van Kamp bevatte ook een verwijzing naar de beschermingsstichting van PostNL.⁸⁰ Deze opmerking ging niet zover dat een eventueel optreden van die stichting vanuit het kabinet werd aangemoedigd of op voorhand vanuit politiek perspectief werd goedgekeurd, maar de impliciete boodschap dat het kabinet bij een optreden van de beschermingsstichting niet ten gunste van Bpost zou ingrijpen was duidelijk.⁸¹ Uiteindelijk kwam de voorgestelde overname er niet omdat het bestuur van PostNL ook na het laatste voorstel van Bpost aangaf niet met Bpost in gesprek te willen gaan. Dit leidde onder meer tot commentaren over hoe Minister Kamp zich als “*hardgebakken liberaal*” had ontpopt tot “*aanhanger van het oranjegevoel*”.⁸²

In het verlengde van de ongeïnviteerde overnamebiedingen waarmee achtereenvolgens Unilever en AkzoNobel in het voorjaar van 2017 werden geconfronteerd (zie §6.6 en §7.3.3) laaide de discussie over het al dan niet voorzien van mogelijkheden voor overheidsinterventie bij overnamebiedingen op Nederlandse beursondernemingen nog verder op. Minister Kamp, die kort daarvoor zijn langverwachte Wetsvoorstel ongewenste zeggenschap telecommunicatie in consultatie had gegeven op grond waarvan het Ministerie van Economische Zaken de bevoegdheid zou krijgen om vanuit het perspectief van de openbare orde en de nationale veiligheid de verkrijging van ‘ongewenste zeggenschap’ in een telecommunicatiepartij te verbieden,⁸³ zag zich geconfronteerd met pleidooien om de reikwijdte van dit wetsvoorstel uit te breiden tot alle strategisch belangrijke Nederlandse ondernemingen. Eén van deze pleidooien was nota bene afkomstig van Kamp’s coalitiegenoot Dijsselbloem die zich tijdens een PvdA-campagnebijeenkomst liet ontvallen dat het wetsvoorstel zodanig moest worden uitgebreid om naar het Amerikaanse voorbeeld van de ‘Committee on Foreign Investment’ een bevoegdheid te creëren om bij alle

80. Ibid, p. 2: “*PostNL beschikt over een beschermingsconstructie die in de kern lijkt op die van KPN. Er is een onafhankelijke stichting die zelfstandig in actie kan komen als de continuïteit, onafhankelijkheid en identiteit van PostNL in gevaar is. Het is echter aan de stichting zelf om tot actie over te gaan.*”

81. Voor verschillende kamerfracties was deze boodschap niet genoeg. Kamerleden uit de PvdA, de SP, de ChristenUnie en de PVV dienden (in wisselende samenstellingen) moties in met een verzoek aan de regering om een overname van PostNL te blokkeren, een verzoek aan de regering om de wenselijkheid van het nemen van een 10% belang in PostNL met eventueel daaraan gekoppelde bijzondere bevoegheden voor de overheidsaandeelhouder te onderzoeken en zelfs een verzoek aan de beschermingsstichting van PostNL om de beschermingsconstructie in werking te zetten. Zie *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 502, nrs. 126, 128 en 132.

82. P. Couwenbergh, ‘Minister Henk Kamp komt uit de kast’, *Financieele Dagblad* 9 december 2016. Andere commentatoren waren beduidend minder positief over de rol van het kabinet. Zie bijvoorbeeld C. van Zeijl, ‘Hypocriete opstelling van Den Haag bij bod op PostNL’, *Financieele Dagblad* 9 december 2016.

83. Consultatievoorstel voor een Wet ongewenste zeggenschap telecommunicatie, Ministerie van Economische Zaken, 16 februari 2017, bron: <<http://www.internetconsultatie.nl/telecommunicatie>>.

buitenlandse overnames te kunnen toetsen of de Nederlandse nationale belangen in het geding zijn.⁸⁴ Kamp gaf later te kennen hier niet aan te willen onder verwijzing naar zijn eerdere stellingname dat de bescherming tegen overnames een zaak van de Nederlandse beursondernemingen zelf is.⁸⁵ Kamp liet evenwel duidelijk blijken dat hij zich kon vinden in de kort daarvoor bekend geworden weigering van de vennootschapsleiding van AkzoNobel om in gesprek te gaan met de ongeïnviteerde Amerikaanse bieder PPG.⁸⁶ Een eindpunt in deze discussie is voorlopig nog niet in zicht.

Als toch het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen integraal herbezien zou worden, dan lijkt op het punt van de positie van aandeelhouders in ieder geval één fundamentele vraag onontkoombaar: willen we de verhouding tussen beursvennootschap en aandeelhouders primair regelen via de band van het financiële toezichtrecht waarin aandeelhouders voor hun rechtspositie zijn aangewezen op hun aanspraken als beleggers in effecten van uitgevende instellingen of willen we de huidige duale structuur in stand houden waarbij aandeelhouders zowel aan het vennootschapsrecht als aan het financieel toezichtrecht aanspraken kunnen ontlenen? Raaijmakers (Sr.) heeft betoogd dat in ieder geval de handhaving vanuit aandeelhouders ten opzichte van een beursonderneming via de band van het effectenrecht zouden moeten lopen (in de vorm van een onrechtmatige daadvordering uit hoofde van ‘*securities fraud*’) en dat in ieder geval beursvennootschappen van de werking van het enquêterecht uitgezonderd zouden moeten worden.⁸⁷

Ik vraag mij af of dat de juiste weg is, met name vanwege de lange doorlooptijden die bij dergelijke civiele procedures te verwachten zijn⁸⁸ en vanwege het gemis aan de specifieke deskundigheid waarin juist met de samenstelling van de Ondernemingskamer is voorzien. Ook het door Raaijmakers gevreesde versturende gebruik van onmiddellijke voorzieningen is sinds de *DSM*-beschikking

84. ‘Dijsselbloem: concerns beter beschermen tegen overnames’, *Financieele Dagblad* 8 maart 2017.

85. ‘Bescherming tegen overname is aan bedrijven’, *Financieele Dagblad* 25 maart 2017.

86. Ibid.

87. Zie M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. van der Schee, ‘Bescherming van beleggers in beurs-NV’s: het enquêterecht als actie- en de “business judgement rule” als afweermiddel’, in: M.J.G.C. Raaijmakers, H. Bruisten & A.F. Verdam (reds.), *En na de crisis?*, Lustrumbundel NGB, Deventer: Kluwer 2010, p. 161-201 en M.J.G.C. Raaijmakers & G.H. van der Sangen, ‘Enquêterecht en beursvennootschappen: een anomalie?’, *TvOB* 2014, p. 84-92.

88. Vergelijk HR 27 november 2009, *NJ* 2010, 201 m.nt. C.E. du Perron, *JOR* 2010/43 m.nt. K. Frielink (*World Online*) waarbij de vaststelling van aansprakelijkheid tot in hoogste instantie uiteindelijk meer dan acht jaar aan procederen in beslag nam. Zou er niet zijn geschikt, dan was de vaststelling van de schade in een aparte schadestaatprocedure nog noodzakelijk geweest, die naar verwachting ook jaren in beslag had genomen.

van de Hoge Raad eind 2007 nog maar een enkele keer bij een beursvennootschap voorgekomen.⁸⁹ Dit neemt niet weg dat het belangrijk is om te voorzien in een effectief, maar ook proportioneel systeem van handhaving in de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouder. Een strengere ontvankelijkheidstoets voor aandeelhouders in beursvennootschappen die een enquêteverzoek indienen, bijvoorbeeld het invoeren van een vereiste dat de aandeelhouder moet kunnen aantonen dat hij voor de duur van de periode waarop de gestelde gegronde redenen in zijn verzoekschrift zien ook daadwerkelijk aandeelhouder is geweest – een soort loyaliteitsenquêterecht dus – zou in dit verband een interessante gedachte kunnen zijn. Wat daar ook verder van zij, het lijkt niet aannemelijk dat er in de nabije toekomst fundamentele aanpassingen zullen worden aangebracht in de inrichting van de huidige duale structuur van Boek 2 BW-aandeelhoudersrechten en beleggersbescherming op grond van de Wft, ook wat handhaving betreft.⁹⁰

De meer principiële vraag in hoeverre beleggers in aandelen van beursvennootschappen, die soms aandelen slechts voor een extreem korte periode houden of die hun belang via synthetische constructies hebben vormgegeven,⁹¹ nog altijd gezien dienen te worden als ‘aandeelhouder’ in de klassieke zin van het woord is daarmee nog niet beantwoord. Op dit punt moeten we volgens mij ook de beperkingen van het ondernemingsrecht onder ogen zien. Zo hebben

89. Dit betrof hoofdzakelijk *ASMI* en *Cryo Save*, waarbij het in het laatstgenoemde geval nota bene de vennootschap zelf was die om de uiteindelijk getroffen onmiddellijke voorzieningen had verzocht. Een voorbeeld van de terughoudendheid die de Ondernemingskamer tegenwoordig aan de dag legt ten aanzien van conflictsituaties tussen beursondernemingen en (activistische) aandeelhouders biedt de recente beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Delta Lloyd*. Zie Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 maart 2016, *ARO* 2016, 44 (*Delta Lloyd*). Een voorbeeld van terughoudendheid van de Ondernemingskamer ten aanzien van verzoeken van eenieder om bij onmiddellijke voorziening in te grijpen in overnamesituaties biedt Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 maart 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:930 (*TMG*).

90. De in de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht geuite beleidsvoornemens op dit punt tenderen ook niet in deze richting. Zie Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 20-21: “Met betrekking tot de verhouding tussen de Wft en het BW is van belang dat de Wft bestuursrechtelijke regels voor beleggersbescherming bevat, die worden gehandhaafd door de AFM, terwijl Boek 2 BW regels voor de inrichting van rechtspersonen geeft en in rechten en verplichtingen voorziet van aandeelhouders, bestuurders en commissarissen en de bijbehorende organen, die civielrechtelijk worden gehandhaafd. Deze verschillende wijzen van handhaving corresponderen met de verschillende doeleinden van de wetgeving. (...) Op basis van de uitkomsten van de verkenning zal worden besloten over een eventuele herziening van de Wft. Daarbij zal de aandacht primair gericht zijn op de inrichting en de vormgeving van de financiële regelgeving. De inrichting van het financieel toezicht zelf staat echter niet ter discussie. Bovendien zal terughoudend worden omgegaan met beleidsmatige aanpassingen. Bij de verkenning kan ook de verhouding van de Wft tot het burgerlijk recht, waaronder aspecten van ondernemingsrecht, aan de orde komen.”

91. Zie Raaijmakers G. 2007 en Schouten 2012.

Schouten⁹², De Jongh⁹³ en Kemp⁹⁴ elk interessante voorstellen gedaan om via de band van de redelijkheid en billijkheid dan wel misbruik van bevoegdheid bepaalde ongewenste gedragingen van aandeelhouders in beursvennootschappen te kunnen tegengaan. Vanuit een andere hoek zijn weer voorstellen gedaan om de taakopdracht van het bestuur op een dusdanige wijze in te vullen dat het aandeelhoudersbelang in grotere mate parallel aan het stakeholdersbelang kan worden gebracht.⁹⁵ We moeten ons echter afvragen of het stellen van grenzen via normen als redelijkheid en billijkheid en het vennootschappelijk belang voldoende tegendruk kan bieden tegen druk vanuit de financiële markten. In de jurisprudentie zijn door de Ondernemingskamer in *Cryo Save* en door achtereenvolgens de voorzieningenrechter in de Rechtbank Den Haag en het Gerechtshof Den Haag in *Boskalis/Fugro* nuttige aanzetten gedaan om aan de hand van de normen van redelijkheid en billijkheid tot een concrete(re) invulling van gedragsnormen bij het uitoefenen van aandeelhoudersrechten te komen.

Gedrag van aandeelhouders dat zich buiten de context van de uitoefening van formele aandeelhoudersrechten afspeelt, zoals het voeren van een publieke campagne door een activistische aandeelhouder, lijkt evenwel alleen te worden genormeerd door de algemene maatstaf die door de Ondernemingskamer in *Breevast* en *Gucci* is ontwikkeld (zie §5.4.2). Of dat voldoende is lijkt mij een terechte vraag.⁹⁶ Een panacee om de in brede kring gewenste gezamenlijke oriëntatie van vennootschapsleiding én aandeelhouders op lange termijn

92. Schouten 2012, p. 221-231.

93. De Jongh 2014, p. 526-536.

94. Kemp 2015, p. 199-246.

95. Zie bijvoorbeeld het betoog van Barton (bestuursvoorzitter McKinsey) voor een meer op stakeholdersbelangen gerichte bedrijfsstrategie waarmee volgens hem ook een superieure aandeelhouderswaarde op lange termijn kon worden gerealiseerd. Zie D. Barton, 'Capitalism for the Long Term', *Harvard Business Review* maart 2011, p. 85-91.

96. Dit geldt te meer ten aanzien van partijen die zich in openbare campagnes tegen beursondernemingen manifesteren als ware zij aandeelhouder. Een sprekend voorbeeld betreft de open brief die het advocatenkantoor Full Circle Law in november 2015 aan de vennootschapsleiding van Koninklijke Ten Cate stuurde. De vennootschapsleiding van Ten Cate had haar steun verleend aan een openbaar overnamebod op Ten Cate door een consortium van Nederlandse private equity partijen. In een brief aan de vennootschapsleiding nam Full Circle het standpunt in dat de vennootschapsleiding onvoldoende had gedaan om (de schijn van) belangenverstremgeling in de besluitvorming rond het al dan niet steunen van de overname tegen te gaan. De brief hintte nadrukkelijk op een enquêteprocedure als een mogelijke vervolgstap. Dit initiatief van Full Circle kreeg uitgebreid aandacht in de media, wat gezien de relatieve onbekendheid van Full Circle doet vermoeden dat zij zelf actief de publiciteit heeft gezocht. Full Circle maakte daarbij bekend dat zij zelf geen aandelen in Ten Cate hield en ook geen cliënten met aandelen in Ten Cate vertegenwoordigde. Volgens Full Circle was het haar erom te doen om beleggers in Ten Cate te laten zien welke mogelijkheden Full Circle zag voor juridische stappen. Zie 'Kritiek op overname Ten Cate zwelt verder aan', *Financieele Dagblad* 26 november 2015. Deze vorm van 'acquisitie' komt mij zeer problematisch voor.

waardecreatie⁹⁷ lijkt in ieder geval niet voorhanden. Misschien moeten we accepteren dat de gedragingen van aandeelhouders niet via het ondernemingsrecht te reguleren zijn en dat we in plaats daarvan maar moeten kijken of we de mogelijke schadelijke neveneffecten daarvan niet beter via publiekrechtelijke wet- en regelgeving kunnen reguleren.⁹⁸ Het is een harde keuze, maar als het alternatief erin bestaat dat we een weliswaar juridisch sluitende, maar praktisch ineffectieve oplossing binnen het kader van het ondernemingsrecht kunnen optuigen, dan is deze mogelijkheid tenminste het overwegen waard.

Een hiermee samenhangende vraag is of aandeelhouders een rol als interne toezichthouder op de vennootschapsleiding wel willen vervullen. In de Verenigde Staten speelde deze discussie recent weer op rond de beursgang van technologiebedrijf Snap in februari 2017. Bij de beursintroductie van Snap werden alleen stemrechtloze aandelen uitgegeven; alleen de oprichters van Snap, die tevens de board controleren, houden aandelen met stemrecht. De fondsbeheerder van het grote Amerikaanse pensioenfonds Calpers bestempelde de voorgestelde governance van Snap als een “*banana republic approach*”.⁹⁹ Toch was de beursgang een groot succes. Een commentator van Reuters verzuchtte: “*Investors have effectively just done what no self-respecting person ever should: wear sweatpants in public. With Snap’s \$3.4 billion initial public offering they have simply given up giving a damn. They handed their money over to an immature company and in the process abrogated their rights to fair treatment, good governance and reasonable valuations. If the \$24 billion self-styled “camera company” run by a 26-year-old fails to achieve its ambitions, shareholders have only their capitulated selves to blame.*”¹⁰⁰

Tegelijkertijd moeten we bij het denken en doen over een mogelijke herziening van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen niet uit het oog verliezen wat we in de woelige jaren tussen 1999 en 2004 en sindsdien hebben bereikt. Met de beschikking van de Hoge Raad in *Cancun* is de maatstaf van het belang van de vennootschap op een in de moderne tijd passende wijze herbevestigd en voor de voorzienbare toekomst geborgd. Het feit dat de casus die aan deze beschikking ten grondslag lag betrekking had op een onderneming met een hoofdzakelijk internationaal karakter onderstreept dat deze maatstaf ook van

97. Vgl Code Van Manen 2016. Hierover Overkleeft/Beckers 2016.

98. In deze zin L.E. Strine Jr., ‘Bailed out bankers, oil spills, online classifieds, dairy milk, and Potash: our continuing struggle with the idea that for-profit firms seek profit’, voordracht gehouden tijdens een UvT/DSF-congres te Amsterdam op 8 mei 2012, tekst te raadplegen op <<http://www.law.qmul.ac.uk/docs/events/corporate%20law/70563.pdf>>

99. Opgetekend in J. Plender, ‘Snap and the 21st century governance vacuum’, *Financial Times* 22 februari 2017.

100. ‘Cox: Snap IPO marks moment investors donned sweats’, *Reuters Breakingviews* 2 maart 2017.

toepassing is op Nederlandse vennootschappen met internationale interne verhoudingen zoals beurs-N.V.'s in den vreemde. Op dit punt sluit het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen dus goed aan bij de economische realiteit. Ook het door de Ondernemingskamer en de Hoge Raad ontwikkelde juridisch kader inzake beschermingsconstructies is robuust gebleken. De succesvolle interventies van beschermingsstichtingen tegen vijandige overnamebiedingen bij KPN (2014)¹⁰¹ en Mylan (2015) laten zien dat de *RNA*-norm, mits in de juiste contemporaine context geplaatst,¹⁰² nog altijd goed bruikbaar is. Dat wil niet zeggen dat de politieke, economische en maatschappelijke discussies over het onderwerp beschermingsconstructies hiermee definitief zijn beslecht. Weliswaar geven de commentaren rond een casus zoals PostNL, Unilever en AkzoNobel aan dat het idee dat een beursvennootschap een legitieme behoefte kan hebben aan een zekere mate van bescherming tegen ongeïnviteerde overnamebiedingen, maar hier staat tegenover dat aandeelhouders steeds feller lijken te ageren tegen bestaande beschermingsconstructies.¹⁰³ Ook de herziene Code Van Manen is vanuit bepaalde kringen kritisch onthaald omdat deze te weinig oog zou hebben voor de positie van aandeelhouders.¹⁰⁴ De discussies over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen lijken tegenwoordig minder ideologisch geladen te zijn dan in de periode voorafgaand aan de financiële crisis en de standpunten die in deze discussies vanuit verschillende betrokkenen worden ingenomen zijn genuanceerder dan voorheen, maar de discussies zijn er nog steeds en dat zal ook wel zo blijven. Alles overziende lijkt het bouwwerk dat de Hoge Raad met zijn beschikkingen in *RNA*, *HBG*, *ABN AMRO* en *ASMI* heeft neergezet (zie §5.4 en §6.3) evenwel niet alleen naar het heden, maar ook naar de toekomst toe een stevig fundament voor verdere (rechts)ontwikkelingen te bieden.

101. Over deze casus G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken: over KPN, het bod van América Movil en de rol van de Raad van Commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2014, 67.

102. Hierover De Brauw 2016, p. 81-87 die wijst op de specifieke omstandigheden van het geval in het onderliggende feitencolplex bij de beschikking van de Hoge Raad in *RNA*. In deze zin ook Raaijmakers G., 2009b.

103. Zie R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2016', *Ondernemingsrecht* 2016, 96. Abma plaatst de door hem gesignaleerde trend vooral in de context van situaties waarin sprake is van een cumulatie van beschermingsconstructies. Uit de in het artikel beschreven voorbeelden volgt dat het verzet vanuit kringen van aandeelhouders zich in bepaalde gevallen ook heeft gericht tegen 'enkelvoudige' beschermingsconstructies. Zo beschrijft Abma dat Ahold onder druk van aandeelhouders een voorstel tot aanpassing van de bestaande calloptieovereenkomst met haar beschermingsstichting heeft ingetrokken omdat er volgens deze aandeelhouders geen onmiddellijke noodzaak was om de nog tot december 2018 doorlopende overeenkomst aan te passen.

104. Bijvoorbeeld F.M. Peters, 'Herziene Governance Code heeft te weinig oog voor de aandeelhouder: Nederlandse beursfondsen moeten meer doen dan graag kapitaal van beleggers aannemen', *Financieele Dagblad* 14 december 2016.

8.5 Afronding

De geschiedenis herhaalt zichzelf als regel niet, maar haar echo klinkt wel door in het heden. Veel elementen uit de huidige discussies rond corporate governance, bijvoorbeeld bepalingen over loyaliteitsregelingen uit de herziene Richtlijn Aandeelhoudersrechten, beschermingsconstructies rond de beursgang van ABN AMRO en wettelijke beperkingen aan bestuurdersbezoldiging, doen denken aan soortgelijke discussies van vijftien jaar terug. Wat mijn beschrijving en analyse van de ontwikkelingen rond de eeuwwisseling laten zien, is dat de veranderingen in het bestel van corporate governance een uitvloeisel vormde van een meergelaagd en complex proces. De in hoofdstuk 1 geciteerde korte beschrijvingen van deze periode deden dus in zoverre geen recht aan wat er zich in werkelijkheid in deze jaren heeft afgespeeld. Met deze studie is hopelijk een genuanceerd verslag van deze interessante gebeurtenissen vastgelegd. Hiermee is ook een interpretatie- en beoordelingskader gegeven voor de thans weer actueel geworden erfenis uit deze tijd, in het bijzonder bevoegdheden die indertijd in de Wet structuurregeling aan aandeelhouders zijn toegekend, de opkomst van het instrument van de Code en de jurisprudentie van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad over overnamegeschillen en beschermingsconstructies. Het is nu aan de praktijk om te acteren op basis van de lessen voor de toekomst die uit deze geschiedenis zijn te trekken.

Samenvatting

Inleiding (hoofdstuk 1)

Dit proefschrift gaat over de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. Het onderzoek dat aan dit proefschrift ten grondslag ligt, was in het bijzonder gericht op ontwikkelingen die zich in de periode tussen grofweg 1999 en 2004 hebben voltrokken. De reden om juist de ontwikkelingen in deze periode te onderzoeken is gelegen in de wereldwijde financiële crisis die eind 2008 in volle omvang zichtbaar werd. In het verlengde van de crisis, waarbij een aantal Nederlandse beursgenoteerde financiële instellingen via kapitaalinjecties en zelfs nationalisaties door de overheid moest worden gered, zijn stemmen opgegaan dat de gebleken kwetsbaarheid van deze beursondernemingen mede is veroorzaakt door druk vanuit aandeelhouders. Daarbij is ook uitdrukkelijk gewezen op de versterking van de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen die in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis tot stand was gebracht. Bij nadere beschouwing bleken de meeste van de relevante ontwikkelingen rond deze versterking in de periode tussen 1999 en 2004 hun beslag te hebben gekregen. Deze achtergrond vormde de aanleiding om die ontwikkelingen nader te bestuderen. Daar komt bij dat de in deze jaren gerealiseerde versterking van de positie van aandeelhouders nog altijd actueel is, zeker nu het verschijnsel aandeelhoudersactivisme recent weer wat vaker de kop opsteekt en de overnamemarkt rond beursgenoteerde ondernemingen weer wat meer activiteit vertoont. Met deze studie wordt een interpretatie- en beoordelingskader gegeven voor de thans weer actueel geworden erfenis uit de periode rond de eeuwwisseling.

De juridische elementen uit de periode 1999-2004 die tezamen tot een versterking van de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen hebben geleid zijn gelegen in wetgeving (in het bijzonder de invoering van nieuwe aandeelhoudersrechten met de Wet structuurregeling in 2004), zelfregulering (de vaststelling van de eerste Nederlandse Corporate Governance Code in 2003) en rechtspraak (de jurisprudentie van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad in procedures rond overnamegeschillen zoals *Gucci*, *RNA* en *HBG* tussen 1999 en 2003). Deze veranderingen vonden elk hun oorsprong in eerdere ontwikkelingen. Dit waren niet alleen ontwikkelingen op *juridisch* niveau, maar vooral ook ontwikkelingen op *feitelijk* niveau en op *normatief* niveau. Bij ontwikkelingen op feitelijk niveau kan onder meer worden gedacht aan verschuivingen in het collectieve aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen. Bij ontwikkelingen op normatief niveau gaat het vooral om

SAMENVATTING

achterliggende ideeën, afkomstig uit beleid, wetenschap of marktpraktijk, die doorwerken in feitelijke en juridische ontwikkelingen. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de van tijd tot tijd veranderende opvattingen over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen.

Deze studie beoogt de wisselwerking tussen ontwikkelingen op juridisch, feitelijk en normatief niveau inzichtelijk te maken. Daarnaast draagt het maken van onderscheid tussen juridische, feitelijke en normatieve aangelegenheden bij aan de zuiverheid van de te maken analyse van al deze ontwikkelingen. Zonder een dergelijk onderscheid bestaat met name het gevaar van ongemerkte vermenging van feitelijke argumenten ('het is zo') met normatieve argumenten ('het zou zo moeten zijn'). Om te komen tot een deugdelijke integrale analyse van juridische, feitelijke en normatieve ontwikkelingen zijn bepaalde methodologische keuzes gemaakt, zoals het nadrukkelijk betrekken van niet-juridische bronnen bij het onderzoek en het beschrijven van de ontwikkelingen vanuit hoofdzakelijk contemporaine bronnen.

Het onderzoek is als volgt opgebouwd. Om te beginnen is in hoofdstuk 2 een beginsituatie gedefinieerd, namelijk het 'klassieke' ondernemingsrecht voor Nederlandse (beurs)-N.V.'s zoals dat in de periode tussen 1929 en 1971 gestalte kreeg. Hoofdstuk 3 beschrijft de (rechts)politieke, economische en maatschappelijke ontwikkelingen met betrekking tot de positie van aandeelhouders die zich in de periode tussen 1971 en 1999 in Nederland en Europa voordeden. Op juridisch niveau veranderde er in deze periode wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen vrij weinig, maar op feitelijk en normatief niveau des te meer. Hoofdstuk 4 geeft bij wijze van 'uitstapje' een analyse van de ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht, in het bijzonder in de context van de Amerikaanse 'law & economics' beweging. Bepaalde van de in deze stroming ontwikkelde rechtseconomische concepten zouden later doorwerken in wetenschappelijke- en beleidsmatige discussies over het ondernemingsrecht op Europees- en Nederlands niveau.

Hoofdstuk 5 beschrijft de veranderingen in beleid, wetgeving, zelfregulering en rechtspraak over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen die in de jaren tussen 1999 en 2004 hun beslag hebben gekregen. De in hoofdstukken 3 en 4 getrokken lijnen komen in dit hoofdstuk samen. Hoofdstuk 6 gaat over breuklijnen, constanten en correcties. De breuklijnen hebben betrekking op onopgemerkte kwetsbaarheden in het bestel van corporate governance zoals dat in de periode 1999-2004 vorm had gekregen. Deze kwetsbaarheden zorgden ervoor dat de ontwikkelingen na 2004 op punten anders uitpaktten dan gedacht, met name wat betreft de opkomst van aandeelhoudersactivisme. De constanten zijn juist de factoren geweest die een dempend effect op deze ontwikkelingen hebben gehad en de correcties zijn de reacties vanuit wetgeving,

zelfregulering en rechtspraak op de gebleken kwetsbaarheden. Hoofdstuk 7 bevat rechtsvergelijkende beschouwingen over de ontwikkeling van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk. De keuze voor deze landen is ingegeven door het feit dat het Nederlandse ondernemingsrecht historisch gezien een grote verwantschap met het Duitse ondernemingsrecht vertoont, terwijl het met de veranderingen die zich tussen 1999 en 2004 hebben voorgedaan juist meer is opgeschoven naar het Britse ondernemingsrecht. Doel van de vergelijking met Duitsland is om te analyseren in hoeverre de ontwikkelingen die zich in Nederland hebben voorgedaan onvermijdelijk waren, dat wil zeggen of er ook andere beleidskeuzes mogelijk waren geweest. De vergelijking met het Verenigd Koninkrijk laat zien in welke specifieke politieke, economische en maatschappelijke context het Britse ondernemingsrecht wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen is ontstaan. Hoofdstuk 8 sluit af met nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen.

De N.V. in het klassieke ondernemingsrecht – 1929-1971 (hoofdstuk 2)

Een analyse van het N.V.-recht zoals dat met de invoering van de wettelijke regeling van 1929 in het WvK tot stand is gebracht laat zien dat de rechtsvorm conceptueel op de aandeelhouders als samenwerkende vennoten was gericht. Typische kenmerken hiervan waren de instrumentele invulling van het begrip rechtspersoonlijkheid, de rol van het statutaire doel van de vennootschap als strikte richtsnoer voor bestuurlijk handelen en de beperking van de bestuursbevoegdheid tot enkel de dagelijkse gang van zaken vanuit de gedachte dat de aan AVA als ‘hoogste macht’ in de vennootschap alle bevoegdheden toekwamen die niet expliciet aan het bestuur waren toegekend. De N.V. werd door Van der Heijden conceptueel gekwalificeerd als een bijzondere uitwerking van de maatschap, een contractuele rechtsbetrekking tussen samenwerkende vennoten waarbij de eigenschap van rechtspersoonlijkheid van de N.V. de gezamenlijke aandeelhouders in staat stelde om via de N.V. als instrument van vermogensrechtelijke ordening op bijzondere wijze aan het rechtsverkeer te laten deelnemen.

De N.V. was als rechtsvorm primair georiënteerd op kleine ondernemingen met een besloten kring van aandeelhouders. Grote ondernemingen met een verspreid aandelenbezit, in het bijzonder beursvennootschappen, werden geacht om in de praktijk met het wettelijke N.V.-recht uit de voeten te kunnen; specifiek op hun situatie toegesneden wetgeving werd althans niet nodig geacht. In de praktijk was met name door het wijdverbreid gebruik van oligarchische regelingen bij open ondernemingen een verwijdering ontstaan tussen de conceptuele positie van aandeelhouders in die vennootschappen en hun werkelijke positie, met name wanneer het minderheidsaandeelhouders betrof. Ook begon de conceptuele visie van de N.V. als bijzondere maatschapsvorm steeds meer te wringen

SAMENVATTING

met de naoorlogse realiteit waarin grote ondernemingen een steeds belangrijkere plaats in het economisch verkeer innamen. Wetenschappers als Van der Grinten onderkenden deze realiteit door hun opvattingen over de grenzen van de bestuursbevoegdheid op de voet van artikel 47 WvK te nuanceren. Het arrest van de Hoge Raad in *Doetinchemse IJzergieterij* uit 1949, waarin voor het eerst over het ‘belang van de vennootschap’ werd gerept, werd door Van der Grinten toentertijd evenwel nog als een ongelukkig precedent beschouwd. Hij verwierp op principiële gronden het door de Hoge Raad gesuggereerde onderscheid tussen het belang van de vennootschap enerzijds en het belang van de gezamenlijke aandeelhouders anderzijds. Ook het *Forumbank*-arrest uit 1955, waarin de Hoge Raad overwoog dat het bestuur een zelfstandige positie innam ten opzichte van de AVA en dat het bestuur dientengevolge niet gehouden was om specifieke instructies van de AVA ten aanzien van zaken die tot de bestuursbevoegdheid behoorden op te volgen, werd indertijd niet als wezenlijke wending in de rechtsontwikkeling beschouwd. Pas in de latere literatuur zouden beide arresten worden aangemerkt als kenteringen in de ontwikkeling van het institutionele karakter van de N.V.

De institutionele opvatting over het wezen van de N.V. werd voor het eerst geformuleerd in de oratie van Maeijer uit 1964. Maeijer's opvatting dat de N.V. een eigen belang had, was gebaseerd op de vermogensrechtelijke gelijkstelling van een rechtspersoon met een natuurlijke persoon, waarbij ter onderbouwing op het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest werd gewezen. Dat het door Maeijer geïntroduceerde idee van het vennootschappelijk belang (inclusief de resultantebenadering van Van der Grinten die zijn opvatting over het vennootschappelijk belang in navolging van Maeijer had aangepast) tot het dominante paradigma in het vennootschapsrecht zou uitgroeien was niet zozeer op de juridische onderbouwing terug te voeren, maar meer op het feit dat dit concept goed aansloot bij de veranderende maatschappelijke opvattingen over de inrichting en het functioneren van grote ondernemingen, in het bijzonder wat betreft de positie van werknemers. Dit gold niet voor de alternatieve benadering van Löwensteyn waarin het vennootschappelijk belang met het geobjectiveerde belang van de gezamenlijke aandeelhouders gelijk werd gesteld.

De discussie over de economische en maatschappelijke tegenstellingen tussen de factor arbeid en de factor kapitaal in de context van grote ondernemingen mondde in 1964 uit in het rapport van de Commissie Verdam met aanbevelingen voor aanpassingen in de inrichting van grote N.V.'s. In het verlengde van dit rapport is een aantal ingrijpende wetwijzigingen doorgevoerd, waaronder de invoering van de structuurregeling in 1971. Formeel werd de positie van de AVA in vennootschappen die onder de nieuwe structuurregeling zouden vallen beperkt doordat de bevoegdheden tot benoeming en ontslag van het bestuur naar de (verplicht gestelde) RvC werden overgeheveld. Feitelijk was

van een verzwakking van de positie van aandeelhouders in deze vennootschappen geen sprake, omdat de AVA vanwege de aanwezigheid van oligarchische regelingen enerzijds en absentisme anderzijds ook in de oude situatie niet in staat was om effectief van deze bevoegdheden gebruik te maken. Met de invoering van de structuurregeling en andere wetswijzigingen zoals de invoering van het jaarrekeningenrecht in 1970 en de herziening van het enquête-recht in 1971, was het klassieke ondernemingsrecht voor (beurs)-N.V.'s in 1971 in feite 'af'.

Wegbereiders voor het nieuwe ondernemingsrecht in markt, politiek, beleid en wetenschap – 1971-1999 (hoofdstuk 3)

Hoofdstuk 3 gaat over de verschuivingen op feitelijk en normatief niveau met betrekking tot de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in de periode 1971-1999. Deze ontwikkelingen zijn ook te plaatsen in een bredere politieke context. Waar de PvdA ten tijde van het kabinet Den Uyl en in de jaren erna nadrukkelijk schermde met gedachten over inkapseling van grote ondernemingen en vormen van arbeiderszelfbestuur, kozen CDA en VVD vanaf het eerste kabinet Lubbers juist voor het voeren van een privatiserings- en dereguleringsbeleid. Deze keuze was niet zozeer ingegeven door ideologische overwegingen, maar eerder door pragmatische overwegingen met het oog op het weer gezond krijgen van de openbare financiën. Ondertussen maakte de PvdA vanaf de tweede helft van de jaren '80 een proces van ideologische heroriëntatie door. Het door CDA/VVD ingezette privatiserings- en dereguleringsbeleid kon daarom worden doorgezet toen de PvdA in 1989 in de regering van het kabinet Lubbers III kwam. Deze lijn zou ook in de daaropvolgende Paarse kabinetten worden doorgetrokken. Dit vertaalde zich ook in een aangepast staatsdeelnemingenbeleid. In dat kader werd bij wijze van sturingsinstrument in geprivatiseerde staatsdeelnemingen onder meer ingezet op de versterking van de positie van aandeelhouders.

Ondertussen was sinds de jaren '80 een proces van internationalisering op de financiële markten gaande, wat leidde tot een intensivering van de internationale concurrentie tussen de nationale effectenbeurzen. In deze concurrentieslag was in het regeringsbeleid een duidelijke rol voorzien voor de Nederlandse effectenmarkten. In de jaren '80 werden daartoe stappen gezet in de ontwikkeling van een kader van wet- en regelgeving (deels via de implementatie van de eerste Europese richtlijnen met betrekking tot kapitaalmarkten) en in de ontwikkeling van een publiekrechtelijke toezichtstructuur met de oprichting van de Ste. Ook de VvdE, de toenmalige uitbater van de Amsterdamse effectenbeurs, zette erop in om meer beursnoteringen aan te trekken en om de gerealiseerde omzetten en handelsvolumes op de beurs te vergroten. In dit kader kwam ook een discussie tussen de VvdE en de VEUO op gang over de wenselijkheid van de beschermingsconstructies waarvan veel

SAMENVATTING

Nederlandse beursondernemingen zich bedienden en de beperkingen die daaraan gesteld zouden moeten worden. Het kabinet nam via een beleidsnotitie stelling in de discussie, maar liet het initiatief om tot nieuwe regels te komen aanvankelijk aan de VvdE en de VEUO. Begin jaren '90 kreeg deze discussie een communautaire dimensie met de publicatie van de ontwerp-Dertiende Richtlijn. In 1992 kwamen de VvdE en de VEUO tot een compromis voor de duur van drie jaar. Het compromis werd als tijdelijke maatregel door het kabinet aanvaard, maar voor het geval tussen de VvdE en de VEUO geen bevredigende permanente regeling zou worden bereikt, werd een wettelijke regeling niet uitgesloten.

Een relevante feitelijke ontwikkeling betrof de verschuivingen die in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursondernemingen optraden. Van oudsher was een belangrijk deel van de aandelen van de grote multinationals zoals Koninklijke Olie en Unilever in handen van buitenlandse aandeelhouders, veelal buitenlandse branchegeenoten die de aandelen bij wijze van strategische deelneming hielden. Daarnaast hielden Nederlandse financiële instellingen, met name de grote verzekeraars, traditioneel grote pakketten aandelen in Nederlandse beursvennootschappen. Tot slot hielden Nederlandse particuliere beleggers de nodige aandelen. Samen vormden deze groepen een relatief stabiel aandeelhoudersbestand. In de jaren '80 kwam hier verandering in. Bij omvangrijke emissies van Nederlandse ondernemingen ter financiering van overnames of in het kader van privatiseringstrajecten werden veel aandelen bij buitenlandse beleggers geplaatst, in het bijzonder bij Britse en Amerikaanse institutionele beleggers. Ook verkregen Nederlandse beursondernemingen via buitenlandse overnames aanvullende noteringen aan beurzen in het buitenland, waardoor zij ook internationale beleggers aantrokken. De beleggingen van Nederlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursondernemingen hielden hiermee geen gelijke tred. De Nederlandse pensioenfondsen belegden lange tijd slechts een gering deel van hun vermogen in aandelen, terwijl de Nederlandse verzekeraars juist vanaf begin jaren '90 hun aandelenbelangen in Nederlandse beursondernemingen gingen afbouwen. Medio jaren '90 was Nederland als gevolg van al deze ontwikkelingen in vergelijking met omringende landen zoals Duitsland en het Verenigd Koninkrijk het enige land zonder 'nationaal blok' in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen.

In dezelfde periode speelde ook de discussie over beschermingsconstructies tussen de VvdE en de VEUO weer op. In 1995 sloten zij een beginselakkoord over de uitgangspunten voor een regeling over de doorbraak van beschermingsconstructies en stelden zij gezamenlijk op verzoek van het kabinet een conceptwetsvoorstel op. Dit voorstel voldeed evenwel niet aan alle criteria die het kabinet eerder had geformuleerd. Begin 1996 trok het kabinet het initiatief naar zich toe door een akkoord met de VvdE en de VEUO te bewerkstelligen – naar

het zich laat aanzien: te forceren – over de uitgangspunten van een wettelijke regeling voor de doorbraak van beschermingsconstructies. Het hieruit voortvloeiende wetsvoorstel, het Wetsvoorstel betwiste overnames, werd in 1997 ingediend. Strekking van dit wetsvoorstel was om te komen tot een zekere inperking van juridische beschermingsconstructies in de context van overnamebiedingen. In de toelichting werd erop gewezen dat beursondernemingen zich zouden moeten inspannen om bij wijze van economische beschermingsconstructie een stabiel bestand aan kernaandeelhouders aan zich te binden. Hierbij werd opgemerkt dat de Nederlandse pensioenfondsen zich bereid hadden verklaard om deze rol op zich te nemen op voorwaarde dat de ondernemingsstrategie van de betreffende beursvennootschappen zou bijdragen aan de continuïteit van de onderneming en aan de belangen van aandeelhouders.

Een ander uitvloeisel van het beginselakkoord tussen de VvdE en de VEVO was de instelling van de Commissie Peters. In oktober 1996 presenteerde de commissie haar veertig aanbevelingen op het gebied van corporate governance voor beursondernemingen. De commissie had hiermee beoogd om een set 'best practices' te formuleren (waarschijnlijk naar het voorbeeld van de Britse Cadbury Code uit 1992) waarbij voor de afdwingbaarheid van de naleving een marktgeoriënteerde vorm van handhaving was voorzien. Achter de naleving zat vooral ook politieke druk: vanuit het kabinet was kort na het verschijnen van het rapport reeds aangegeven dat wetgeving zou volgen indien zichtbaar resultaat in de naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters door Nederlandse beursondernemingen zou uitblijven. Met betrekking tot de positie van aandeelhouders bevatten de aanbevelingen een aantal aanzetten tot versterking van hun positie, zoals de aansporing voor beursvennootschappen om te voorzien in mogelijkheden voor 'proxy solicitation' en de aanbeveling dat aan (groepen van) aandeelhouders een recht van agendering zou moeten toekomen om onderwerpen voor behandeling tijdens de AVA voor te stellen. Ook bevatte het rapport van de Commissie een aantal opmerkelijke normatieve stellingnames, zoals de stelling dat aandeelhouders invloed zouden moeten kunnen uitoefenen op het strategisch beleid. Wat daar ook van zij, de naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters bleef blijkens een eenmalig monitoringonderzoek over het boekjaar 1998 overwegend achter bij de verwachtingen. De daadwerkelijke impact van de aanbevelingen van de Commissie Peters moet dan ook niet worden overschat.

Tot slot was in de jaren '90 ook binnen de ondernemingsrechtswetenschap sprake van een zekere onvrede over de status quo met betrekking tot de juridische positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Deze onvrede was niet over de hele linie aanwezig, maar met name de ondernemingsrechtswetenschappers met praktijkbanden als advocaat (Slagter, Den Boogert, Van der Hoek) of bedrijfsjurist bij grote Nederlandse ondernemingen (Honée, Raaijmakers) lieten zich wel nadrukkelijker dan voorheen horen in discussies

SAMENVATTING

over dit onderwerp. Andere wetenschappers zoals Timmerman en De Kluiver hielden de status quo kritisch tegen het licht vanuit een meer beschouwend of multidisciplinair perspectief. Zodoende kwam er binnen de ondernemingsrechtswetenschap meer diversiteit in de wetenschappelijke discussie over de positie van aandeelhouders.

Ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht (hoofdstuk 4)

In de Amerikaanse wetenschappelijke stroming die ook wel als de ‘law & economics’ wordt aangeduid, is in de tweede helft van de vorige eeuw een rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht ontwikkeld. Uit deze rechtseconomische benadering volgde een normatief kader waarin het bestel van corporate governance van beursondernemingen in overwegende mate op de aandeelhouders was georiënteerd. In 1999 formuleerden de Amerikaanse wetenschappers Hansmann en Kraakman op basis van dit normatief kader hun these over de ‘End of History for Corporate Law’. Zij voorspelden een wereldwijde convergentie van ondernemingsrechtsstelsels waarbij al deze stelsels onvermijdelijk naar het door Hansmann en Kraakman voorgestelde aandeelhoudersgeoriënteerde model zouden gaan tenderen. Kenmerken van dit model waren onder meer dat de vennootschapsleiding van een beursvennootschap zich uitsluitend zou hebben te richten naar de belangen van de aandeelhouders (en dus niet naar de belangen van andere stakeholders) en dat de beurskoers als richtsnoer voor dit aandeelhoudersbelang had te gelden. De ideeën van Hansmann en Kraakman trokken veel aandacht, ook in Nederland. Juist vanwege deze aandacht is het nuttig om bij wijze van reconstructie de herkomst van deze ideeën te analyseren. Aan de hand van deze analyse kan voorts worden nagegaan hoe en in welke mate deze ideeën uiteindelijk op normatief niveau in het Europese- en Nederlandse ondernemingsrecht hebben doorgewerkt.

Een belangrijke basis voor de opkomst van de Amerikaanse law & economics-stroming werd gevormd door het werk van Coase. In 1960 formuleerde hij de later als ‘Coase Theorem’ aangeduide stelling dat ongeacht de beginverdeling van rechten en aanspraken, een optimale verdeling van deze rechten en aanspraken tussen partijen in een wereld zonder transactiekosten altijd als vanzelf kan ontstaan via markttransacties tussen betrokken partijen. Coase onderkende dat het uitgangspunt van een wereld zonder transactiekosten onrealistisch was en dat in de praktijk dus bijsturing van overheidswege op het marktmechanisme nodig was. Coase pleitte ervoor dat de wetgever en de rechter zich bij de vraag of dergelijke bijstellingen nodig waren – en zo ja in welke mate en op welke wijze – zouden moeten laten leiden door empirisch onderzoek over de economische effecten. Bij nadere beschouwing blijkt in de theorie van Coase ook een ideologische gedreven voorkeur voor marktoplossingen ten

opzichte van overheidsinterventie besloten te liggen. Later werk van anderen dat op de Coase Theorem voortbouwde bevat dus een inherente normatieve 'bias' ten aanzien van de verhouding tussen markt en overheid zonder dat dit aan de oppervlakte kenbaar is.

Een aantal concepten die later prominent in de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht zouden worden opgenomen zijn ontwikkeld in de Amerikaanse economische wetenschap, in het bijzonder de subdiscipline van 'finance'. De belangrijkste hiervan is de 'Efficient Market Hypothesis' (EMH) van Fama uit 1970. Fama had aan de hand van empirisch en econometrisch onderzoek bewezen dat in de beurskoers van een aandeel telkens alle op dat moment beschikbare informatie over de onderliggende onderneming was verdisconteerd. In het verlengde hiervan kon worden aangenomen dat de beurskoers te allen tijde een juiste afspiegeling vormt van de intrinsieke waarde van de betreffende onderneming. Het werk van Fama was van grote invloed binnen de stroming van finance. Het idee van de EMH zou ook in andere wetenschapsdisciplines worden overgenomen, waaronder met name de stroming van law & economics.

De resultaten van Fama's onderzoek waren gebaseerd op een model waaraan bepaalde onrealistische assumpties ten grondslag lagen. Het realiteitsgehalte van de onderliggende aannames was in de door Friedman ontwikkelde methodologie van 'positive economics' echter geen relevante factor. Ook de door Fama zelf gesignaleerde beperkingen ten aanzien van zijn onderzoeksresultaten raakten uit beeld, terwijl latere studies met tegengestelde resultaten binnen het vakgebied van finance werden gemarginaliseerd en daarbuiten doorgaans niet werden opgemerkt. Zo raakte de EMH in de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht los van de oorspronkelijke wetenschappelijke context en ging het idee dat de beurskoers altijd alle relevante informatie weergeeft en daarmee ook een juiste afspiegeling van de intrinsieke ondernemingswaarde vormt als het ware een eigen leven leiden. Hetzelfde geldt voor andere concepten uit de economische wetenschap in het algemeen en de hoek van finance in het bijzonder, zoals het 'general equilibrium' model van Arrow en Debreu (een wiskundige weergave van de 'invisible hand' van Smith) en de 'rational expectations theory' (een bouwsteen voor econometrische modellen waarbij individuele marktdeelnemers over volmaakte kennis van toekomstige verwachtingen beschikken).

De volgende stap was het toepassen van de ideeën over de werking van markten op de verhouding tussen ondernemingen en hun aandeelhouders. Dit gebeurde zowel in de hoek van finance, in het bijzonder met de 'agency theory' van Jensen en Meckling uit 1973, als ook in de hoek van de rechtswetenschap, in het bijzonder met de 'market for corporate control' van Manne uit 1965 en het werk van Easterbrook en Fischel gedurende de jaren '80, uitmondend in hun

SAMENVATTING

standaardwerk *The Economic Structure of Corporate Law* uit 1991. In deze beschouwingen werd de onderneming conceptueel neergezet als een ‘nexus of contracts’. Aandeelhouders waren in deze benadering ‘residual claimants’ omdat zij anders dan andere belanghebbenden geen juridisch-contractuele relatie met de onderneming hadden en pas betaald konden krijgen wanneer de onderneming aan alle andere (contractuele) verplichtingen naar haar andere stakeholders toe had voldaan. Als zodanig werd het economisch efficiënt geacht om ondernemingen zich uitsluitend te laten richten op de maximalisatie van aandeelhouderswaarde, omdat hiermee impliciet ook de gerealiseerde waarde voor ander stakeholders kon worden verhoogd, althans op peil kon worden gehouden. Voorts werd het efficiënt geacht om aandeelhouders ten opzichte van de vennootschapsleiding bepaalde controlebevoegdheden en controlemechanismen te geven. De belangrijkste hiervan was het instrument van de vijandige overname dat in de rechtseconomische benadering als disciplineringsmechanisme voor de vennootschapsleiding werd gezien. Ook zou via informatieverstrekking vanuit de onderneming een optimalisatie van governance-structuren bereikt kunnen worden omdat een sub-optimale governance zich – uitgaande van de EMH – in een navenant lagere beurskoers zou vertalen. Zodoende zou via op aandeelhouders gerichte marktarrangementen een optimaal functionerend ondernemingsrecht voor beursvennootschappen gecreëerd kunnen worden.

De rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht is met name in de ondernemingsrechtswetenschap in de Verenigde Staten invloedrijk geweest. In de Nederlandse rechtswetenschap was deze invloed relatief beperkt. Indirect vonden deze ideeën wel ingang, bijvoorbeeld via publicaties van economen in juridische tijdschriften. Omgekeerd begonnen economen zich vanaf de jaren '90 steeds meer op het terrein van het ondernemingsrecht te begeven in economische publicaties over corporate governance, waardoor de wetenschappelijke discussie over het ondernemingsrecht naast een juridische ook een economische dimensie kreeg. Ook was van indirecte beïnvloeding sprake in de ondernemingsrechtswetenschap via de aandacht voor publicaties als de ALI Principles of Corporate Governance en de OECD Principles of Corporate Governance die op hun beurt in meer of mindere mate door rechtseconomische ideeën waren geïnspireerd. Langs deze weg konden aan de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht ontleende argumenten een rol spelen in het juridisch debat over mogelijke wijzigingen in het Nederlandse ondernemingsrecht.

De omslag – 1999-2004 (hoofdstuk 5)

In 1999 formuleerde het toenmalige Paarse kabinet in een nota naar aanleiding van de resultaten van het onderzoek naar de naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters een nieuw beleidskader ten aanzien de verdere ontwikkeling van het ondernemingsrecht. De nota verwees veelvuldig naar de kort daarvoor gepubliceerde OECD Principles of Corporate Governance en de inhoud

was op meerdere plaatsen door (rechts)economische ideeën geïnspireerd. Wat betreft de positie van aandeelhouders herhaalde de nota het eerdere beleidsvoornemen in het verlengde van het Wetsvoorstel betwiste overnames om beursondernemingen een stabiele groep kernaandeelhouders als economische beschermingsconstructie aan zich te doen binden, waarbij in het bijzonder voor de Nederlandse institutionele beleggers een belangrijke rol was voorzien.

In de praktijk bewoog het aandelenbezit van de Nederlandse institutionele beleggers, in het bijzonder de grote Nederlandse pensioenfondsen, echter tegen dit beleidsvoornemen van het kabinet in. Waar het ABP ten tijde van de privatisering in 1995 zich bijvoorbeeld nog tot doel had gesteld om voor 2000 de omvang van haar aandelenportefeuille in Nederlandse beursondernemingen te verdubbelen bleek in 1999 dat juist sprake was geweest van een substantiële afname in deze categorie beleggingen. De grote rendementsdruk voor het ABP en andere pensioenfondsen gekoppeld met de vergrote mogelijkheden om na invoering van de EMU zonder valutarisico's in het buitenland te beleggen en de hausse op andere markten, met name de Amerikaanse aandelenmarkten in de aanloop naar de dotcom zeepbel, maakten dat deze pensioenfondsen als geheel weliswaar meer in aandelen waren gaan beleggen, maar dat het daarbij voornamelijk om buitenlandse aandelen ging.

Ter uitvoering van het kabinetsbeleid werd een aantal wetsvoorstellen voorbereid en ingediend. Het kabinet had ook aangegeven onderzoek te gaan doen naar een mogelijke aanpassing van de structuurregeling. Daartoe werden een empirisch onderzoek en een economisch onderzoek verricht en werd de SER in februari 2000 gevraagd om advies uit te brengen. De adviesaanvraag had aanvankelijk een beperkte strekking, maar ingevolge een aanvullende adviesaanvraag die in juni 2000 vanuit de Tweede Kamer was opgesteld diende de SER zich later ook uit te spreken over zaken als het Wetsvoorstel betwiste overnames, de discussie over het 'stakeholdersmodel versus het shareholdermodel' en de vormgeving van het afleggen van verantwoordelijkheid in het verlengde van de aanbevelingen van de Commissie Peters. Hierdoor werden ook andere beleidsvoornemens van het kabinet op het gebied van het ondernemingsrecht binnen de reikwijdte van de adviesaanvraag aan de SER gebracht.

Het uiteindelijke SER-advies van februari 2001 bevatte een compromis ten aanzien van voorgestelde wijzigingen van het structuurregime. Daarnaast adviseerde de SER om buiten de context van de structuurregeling een aantal nieuwe bevoegdheden voor aandeelhouders in de wet op te nemen. Het ging daarbij om een goedkeuringsrecht voor aandeelhouders bij bepaalde 'gewichtige' bestuursbesluiten, een agenderingsrecht voor aandeelhouders en een regeling op grond waarvan certificaathouders alleen nog maar in 'oorlogstijd' de mogelijkheid onthouden zou mogen worden om via een stemvolmacht het stemrecht op de onderliggende aandelen uit te oefenen. Niet al deze voorstellen waren nieuw.

SAMENVATTING

Het agenderingsrecht was reeds door de Commissie Peters voorgesteld en door het kabinet als voorgenomen wetswijziging aangemerkt. Ook had het kabinet in de beleidsnota aangegeven dat de mogelijkheden voor regeling over stemrecht voor certificaathouders onderzocht zou worden. Met het SER-advies was de laatste horde voor het introduceren van een wetsvoorstel op al deze onderwerpen genomen. Dit wetsvoorstel, aangeduid als het Wetsvoorstel structuurregeling, werd in januari 2002 ingediend.

Ondertussen was het Europees beleid op het gebied van het ondernemingsrecht volop in beweging geraakt. Nadat in juli 2001 de ontwerp-Dertiende Richtlijn definitief was gestrand met een staking van de stemming in het Europese Parlement stelde Eurocommissaris Bolkestein in september 2001 de High Level Group of Company Law Experts in. Vanuit de EU was in het kader van de Lissabon-agenda de noodzaak van een modern Europees ondernemingsrecht onderkend. De High Level Group, onder voorzitterschap van Winter, werd gevraagd om in twee etappes te adviseren over de vormgeving hiervan, eerst alleen op het gebied van openbare overnamebiedingen en later ook op het gebied van het totale Europese ondernemingsrecht. De inhoud van beide rapporten van de High Level Group was wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in belangrijke mate door rechtseconomische perspectieven beïnvloed. Dit kwam tot uiting in de voorstellen voor uitgangspunten van een nieuwe Overnamerichtlijn waarin aandeelhouders zowel in juridisch als ook in normatief opzicht een sterke positie was toebedacht en ook in de voorstellen over de te gebruiken reguleringsinstrumenten op het gebied van corporate governance die sterk uitgingen van het faciliteren van marktoplossingen door het opleggen van transparantieplichtingen.

De Europese Commissie volgde in grote lijnen de voorstellen van de High Level Group met de publicatie van het EU Action Plan in 2003. Bepaalde van de beleidsdoelstellingen die in het Action Plan waren geformuleerd, zoals de bescherming van aandeelhouders en crediteuren, waren direct terug te voeren op de door de High Level Group gearticuleerde aandeelhoudersgeoriënteerde visie op het ondernemingsrecht. Anders dan wel wordt aangenomen, was de beleidsopstelling van de Commissie in het EU Action Plan niet ingegeven door de boekhoudschandalen bij Enron, Parmalat en Ahold. Wel verschaften deze voorvallen de voornemens van de Commissie van een politiek en maatschappelijk momentum. Met het EU Action Plan lag de beleidsagenda op het gebied van het ondernemingsrecht op Europees niveau voor de jaren erna vast. Uiteindelijk werden lang niet alle aandeelhoudersgeoriënteerde initiatieven op de in het EU Action Plan voorziene wijze gerealiseerd. Voorbeelden zijn de Overnamerichtlijn die in 2004 door politieke compromissen sterk werd verwaterd en de haalbaarheidsstudie naar Europese initiatieven om te komen tot een model van 'shareholder democracy' die in 2007 na de eerste voorstudies

geruisloos van de beleidsagenda werd afgevoerd. Toch is het aandeelhoudersgeoriënteerde element in de Europese beleidsagenda op normatief niveau in de jaren erna belangrijk gebleken.

Wat rechtspraak betreft liep de rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in de jaren tussen 1999 en 2004 via de band van het enquêterecht. Traditioneel verliepen veel van de relevante rechtsontwikkelingen via de gewone rechter, maar achtereenvolgens de introductie van de mogelijkheid voor de Ondernemingskamer om onmiddellijke voorzieningen te treffen (1994), het *Huisdierencrematorium*-arrest van het Gerechtshof Amsterdam over de afstemming tussen de Ondernemingskamer en de gewone rechter (1997) en de inzet van het enquêterecht als instrument in de overnamestrijd rond Gucci (1999) zorgden ervoor dat de Ondernemingskamer de rechterlijke instantie werd waaraan overnamegeschillen rond beursondernemingen werden voorgelegd. Via deze zaken kon de Ondernemingskamer invulling geven aan gedragsnormen rond overnamegevechten, inclusief het stellen van normen over de inzet van beschermingsconstructies. Daarnaast ontwikkelde de Ondernemingskamer meer algemene normen over de verhouding tussen de vennootschapsleiding enerzijds en de AVA en individuele aandeelhouders anderzijds. Met haar beschikkingen in met name *Gucci*, *Breevast*, *RNA* en *HBG* gaf de Ondernemingskamer belangrijke impulsen aan de verdere rechtsontwikkeling op het gebied van corporate governance. De Hoge Raad trad evenwel een aantal keer corrigerend op in gevallen waarin de Ondernemingskamer zonder deugdelijke basis veranderende maatschappelijke opvattingen over corporate governance had ‘ingelezen’ in de algemene maatstaven van redelijkheid en billijkheid op de voet van artikel 2:8 BW.

Op het gebied van zelfregulering was er de Code Tabaksblat die eind 2003 werd vastgesteld. De ontstaansgeschiedenis van de Code gaat terug tot een oproep uit december 2002 vanuit het kabinet aan de sector om in het licht van de achtergebleven naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters concrete resultaten te boeken met het verbeteren van de corporate governance omdat anders alsnog wetgeving zou volgen. Kort voordat de Commissie Tabaksblat in maart 2003 was ingesteld, was het boekhoudschandaal rond Ahold in volle omvang publiek geworden. De Commissie verrichtte haar opdracht tegen de achtergrond van grote maatschappelijke onvrede over de grote Nederlandse (beurs)ondernemingen en het vermeende ‘old boys network’ waaruit de vennootschapsleiding van deze ondernemingen was samengesteld. De concept-Code die in juli 2003 werd gepubliceerd voorzag in een nadrukkelijke herpositionering van de AVA in het bestel van checks & balances. De Commissie deed ook vergaande voorstellen aan het kabinet om de positie bij aandeelhouders nader bij wetgeving te versterken, onder meer door administratiekantoren wettelijk te verplichten om certificaathouders onder alle omstandigheden desverzocht stemvolmachten te verlenen, ook in ‘oorlogstijd’. De reacties

SAMENVATTING

op de concept-Code waren overwegend positief en in het kielzog daarvan gingen geluiden op om tot verdergaande aanpassingen in het ondernemingsrecht over te gaan, bijvoorbeeld door een algehele afschaffing van de structuurregeling. Ook Nederlandse institutionele beleggers stelden zich in reactie op de concept-Code assertief op wat betreft de versterking van de positie van aandeelhouders. Tot slot was ook het kabinet enthousiast. Kort na publicatie van de concept-Code diende het kabinet al een Nota van Wijziging bij het Wetsvoorstel structuurregeling in voor de invoering van de in de concept-Code voorziene wettelijke verankering van de uiteindelijke Code. Ook na de vaststelling van de definitieve Code in december 2003 toonde het kabinet zich op voorhand enthousiast over de techniek van zelfregulering van de Code. Dit ging zover dat de Code in het wetgevingsbeleid als voorbeeld van effectieve zelfregulering werd aangehaald nog voordat de eerste gegevens over de daadwerkelijke naleving en het effect daarvan beschikbaar waren.

De Code had voorts een grote invloed op het lopende wetgevingstraject rond het Wetsvoorstel structuurregeling. Het in januari 2002 ingediende wetsvoorstel voorzag weliswaar in de introductie van de door de SER voorgestelde nieuwe aandeelhoudersrechten, in het bijzonder het goedkeuringsrecht (artikel 2:107a BW), het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW) en de regeling over het verstrekken van stemvolmachten aan certificaathouders (artikel 2:118a BW), maar was voor het overige relatief bescheiden van opzet. In de zomer van 2003 kwam de behandeling van het wetsvoorstel in een stroomversnelling. Het kabinet kwam naar aanleiding van de publicatie van de concept-Code met een ambitieuze Nota van Wijziging en vanuit de verschillende politieke partijen werden inhoudelijk vergaande amendementen ingediend. Veel van deze voorgestelde wijzigingen strekten tot versterking van de positie van aandeelhouders. Deze voorstellen kwamen van twee van de drie regeringspartijen (VVD en CDA) en van de grootste oppositiepartij (PvdA). Elk van deze partijen had eigen redenen om op een versterking van de positie van aandeelhouders aan te sturen. Voor de VVD lag een sterke positie van aandeelhouders als 'eigenaren' van de onderneming in een rechtstreeks verlengde van haar liberale oriëntatie, terwijl de PvdA een sterke positie van aandeelhouders zag als een tegenwicht voor de macht van bestuurders en commissarissen, waarbij bovendien de positie van werknemers in gelijke mate versterkt zou moeten worden. Het CDA voelde een noodzaak tot doorbreking van het 'old boys network', maar hechtte daarnaast op voorhand veel geloof aan het zelfregulerend vermogen van de sector met de Code. Uiteindelijk werden de scherpe randen van de voorgestelde amendementen later in het wetgevingstraject wat afgezwakt. De met het Wetsvoorstel structuurregeling gerealiseerde wetswijzigingen die in oktober 2004 van kracht werden, behelsden evenwel een duidelijke versterking van de positie van aandeelhouders en deze versterking berustte aldus op een breed politiek draagvlak.

Breuklijnen, constanten en correcties – 2005-heden (hoofdstuk 6)

In de periode tussen 1999 en 2004 is een geheel nieuw bouwwerk neergezet met betrekking tot de juridische, feitelijke en normatieve positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. Aan dit bouwwerk lagen verwachtingen ten grondslag over de toekomstige effecten ervan. Aandeelhouders zouden met gebruik van hun nieuwe rechten de AVA tot volwaardige speler in het bestel van checks & balances ten opzichte van de vennootschapsleiding van beursondernemingen maken, waarbij in het bijzonder voor Nederlandse institutionele beleggers een belangrijke rol zou zijn weggelegd om de gewenste dialoog met de betreffende bestuurders en commissarissen over governance te verwezenlijken. De ontwikkelingen in de jaren na 2004 pakten evenwel anders uit, zo zeer zelfs dat eind 2006 in de politiek al de eerste tekenen van onbehagen te beluisteren waren. Het onbehagen richtte zich in het bijzonder op het gegeven dat veel Nederlandse beursondernemingen door buitenlandse private equity-fondsen werden overgenomen en op het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme door buitenlandse activistische beleggers, veelal hedge funds, bij andere Nederlandse beursondernemingen.

Ter verklaring voor het feit dat de ontwikkelingen na 2004 wezenlijk anders zijn gelopen dan ten tijde van de invoering van de Wet structuurregeling en de Code Tabaksblat is gedacht, kan worden gewezen op een aantal breuklijnen die zich indertijd onopgemerkt onder de oppervlakte van het nieuwe bouwwerk rond de positie van aandeelhouders bevonden. De eerste breuklijn betrof de positie van de Nederlandse institutionele beleggers. Waar met name de Nederlandse pensioenfondsen zich in de publieke discussie over corporate governance assertief hadden opgesteld, hadden zij tegelijkertijd hun aandelenbelangen in Nederlandse beursvennootschappen nog verder afgebouwd. Deze beleggers konden dan ook niet voldoen aan de verwachtingen die in het kader van de herpositionering van aandeelhouders op hen rustten. In hun plaats kwamen met name Britse en Amerikaanse vermogensbeheerders (waaronder hedge funds met een activistische strategie) op als de belangrijkste categorie aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen. De tweede breuklijn bestond uit een leemte in het juridisch kader waarin niet was voorzien in (bruikbare) gedragsnormen voor aandeelhouders ten aanzien van de uitoefening van hun nieuwe bevoegdheden. Hierdoor konden activistische aandeelhouders deze bevoegdheden in hun eigen belang inzetten zonder dat een adequaat tegengewicht vanuit de vennootschapsleiding of anderszins beschikbaar was. Dit vertaalde zich ook in beschikkingen van de Ondernemingskamer, met name in *Stork* en *ABN AMRO*, waarin de positie van aandeelhouders verder werd versterkt. De laatste breuklijn zag op de normatieve oriëntatie in politiek en beleid. Zelfs toen de eerste barsten in het bouwwerk zichtbaar werden, bleven beleidsmakers op Europees en nationaal niveau vasthouden aan het normatief kader rond de positie van aandeelhouders dat in de periode tussen 1999 en 2004 was

SAMENVATTING

ontwikkeld. Hierdoor was de ruimte om van overheidswege in te grijpen, bijvoorbeeld door aan te sturen op wetwijzigingen om aandeelhoudersactivisme tegen te gaan of door te interveniëren in de overnamestrijd rond ABN AMRO in 2007, beperkt.

Naast breuklijnen waren er in de jaren na 2004 ook constanten. Deze constanten hadden een zeker dempend effect op de ontwikkelingen na 2004. De belangrijkste constante was de rechtspraak van de Hoge Raad. Met zijn beschikking in *ABN AMRO* (2007) corrigeerde de Hoge Raad de uitdijing van de positie van aandeelhouders ten koste van de positie van de vennootschapsleiding die de Ondernemingskamer in *ABN AMRO* had geïntroduceerd. De Hoge Raad schiep daarmee duidelijkheid op essentiële punten zoals de verhouding van de open normen van artikel 2:8 BW ten opzichte van de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsleiding en AVA, de invulling van het vennootschappelijk belang in overnamesituaties en de doorwerking van bepalingen uit de Code in het ondernemingsrecht. De Hoge Raad zou deze lijn later nogmaals bevestigen in *ASMI* (2010) en zou daarnaast in andere uitspraken, in het bijzonder *DSM* (2007), *VEB/KLM* (2013) en *Cancun* (2014) vanuit een bestendige lijn verdere richting geven aan de rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht via jurisprudentie. De door de Hoge Raad uitgezette lijnen hebben ook doorgewerkt in lagere rechtspraak met betrekking tot de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, zoals de beschikking van de Ondernemingskamer inzake *Cryo Save* (2013) en de uitspraken van achtereenvolgens de voorzieningenrechter in de Rechtbank Den Haag en het Gerechtshof Den Haag inzake *Boskalis/Fugro* (2015/2016). De jurisprudentie van de Hoge Raad zorgde dus voor een constante factor in de rechtsontwikkeling.

Tot slot is in de periode na 2007 in het verlengde van de voorvallen van aandeelhoudersactivisme en de financiële crisis nog een aantal correcties aangebracht. De belangrijkste correcties waren gelegen in de herziening van de Code in de vorm van de Code Frijns (2008), in wetgevingsinitiatieven zoals de Wet corporate governance (2013) en in een gewijzigde beleidsagenda op Europees niveau met bijvoorbeeld het herziene EU Action Plan (2012) en het richtlijnvoorstel tot aanpassing van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten (2014). Het is de vraag of deze correcties als een voldoende adequaat antwoord op de gebleken tekortkomingen in het bestel van corporate governance wat betreft de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen is gegeven. Met name kan de vraag worden gesteld in hoeverre het beoordelingskader voor het optreden van aandeelhouders in de praktijk voldoende effectief is om ongewenst gedrag tegen te gaan. Ook over de doorwerking van bepalingen uit de Code in het ondernemingsrecht bestaat nog altijd onvoldoende duidelijkheid. Zeker nu in recente jaren het verschijnsel van aandeelhoudersactivisme weer meer de kop opsteekt en de publieke overnamemarkt weer lijkt op te leven zal moeten

blijken in hoeverre het ondernemingsrechtelijke kader met betrekking tot de verhouding tussen de beursvennootschap en haar aandeelhouders voldoende robuust is om de eigentijdse uitdagingen aan te kunnen.

Ervaringen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk (hoofdstuk 7)

Net als in Nederland is ook in Duitsland in de jaren voor en na de eeuwwisseling veel gebeurd op het gebied van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen. De ontwikkelingen in Duitsland verliepen op een aantal punten wezenlijk anders dan in Nederland. Waar in Nederland met het Wetsvoorstel structuurregeling een set ingrijpende wetswijzigingen met betrekking tot de positie van aandeelhouders tot stand is gebracht, verliep het Duitse wetgevingsproces in kleine stapjes waarin bij achtereenvolgende wetgevingstrajecten steeds op instrumentele wijze aan het wettelijk kader in het Aktiengesetz en andere relevante wetten werd gesleuteld. Een belangrijk kenmerk van die wetgevingsoperaties was dat de kern van de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen de organen van de vennootschap onaangeroerd bleef. Een ander kenmerk was de snelheid waarmee de wetswijzigingen telkens tot stand werden gebracht. Dit maakte dat in Duitsland effectief met wetgeving op veranderende ontwikkelingen kon worden ingespeeld. Ook was het mogelijk om nieuwe regelingen die bij nader inzien niet het gewenste effect bleken te hebben snel weer te wijzigen. Duitsland introduceerde net als Nederland ook een eigen corporate governance code (de DCGK), waarbij veel aandacht werd besteed aan het op zorgvuldige wijze inbedden van de code in het bestaande bestel van het Duitse ondernemingsrecht, zowel in dogmatische als in praktische zin. Zo bleef het Duitse ondernemingsrecht ondanks alle wijzigingen een robuust en coherent geheel.

Ook in het Verenigd Koninkrijk was rond de eeuwwisseling sprake van een omvangrijke wetgevingsoperatie op het gebied van het ondernemingsrecht, namelijk de Company Law Review die een aantal jaren later uiteindelijk zou uitmonden in de Companies Act 2006. De historisch gegroeide conceptuele oriëntatie van het Britse ondernemingsrecht op de positie van aandeelhouders werd behouden, zij het dat de belangen van andere stakeholders via het idee van 'enlightened shareholder value' ook een expliciete wettelijke basis in het Britse ondernemingsrecht kregen. Voor een belangrijk deel bleef de concrete invulling van de verhouding tussen de vennootschapsleiding en de aandeelhouders van Britse beursgenoteerde ondernemingen evenwel voorbehouden aan regels van zelfregulering zoals de Listing Rules van de Londense beurs en de Cadbury Code en diens opvolgers. Het fenomeen van regulering en handhaving via deze instrumenten kwam voort uit de economische en maatschappelijke traditie in de Britse financiële sector van handhaving in eigen kring via sociale instituties en onderlinge netwerken. Britse institutionele beleggers hadden van oudsher een

SAMENVATTING

belangrijke rol gespeeld in het proces van totstandkoming en vormgeving van deze regels. Als gevolg hiervan was de positie van aandeelhouders in het Britse ondernemingsrecht relatief sterk.

Het Britse ondernemingsrecht, in het bijzonder de Company Law Review en de Cadbury Code en navolgers, heeft een belangrijk invloed gehad op het ondernemingsrechtelijke beleid op Europees- en nationaal niveau. Zo waren de voorstellen van de High Level Group over de uitgangspunten voor een nieuwe Overnamerichtlijn naar Brits voorbeeld gemodelleerd en was de Code Tabaksblat qua opzet en inhoud sterk geënt op de UK Combined Code. Het importeren en overnemen van Britse concepten betekende dat deze instrumenten uit hun eigen sociale en maatschappelijke context werden gelicht. Hierdoor paktten deze instrumenten in de Nederlandse context anders uit. Inmiddels lijkt ook in het Verenigd Koninkrijk zelf de effectiviteit van zelfregulering via codes haar grens te hebben bereikt. Door een toegenomen internationalisering van het aandeelhoudersbestand van Britse beursvennootschappen en een daarmee corresponderende afname van invloed van Britse institutionele beleggers blijken codes en de in hoofdzaak informele sancties op niet-naleving ervan minder effectief te zijn geworden in het sturen van gedrag.

In vergelijking tot Nederland heeft Duitsland wat betreft de ontwikkeling van het ondernemingsrecht een meer zelfstandige positie ingenomen ten aanzien van de ontwikkelingen op Europees niveau. Duitsland bleef net als Frankrijk een eigen industriepolitiek voeren en spande zich ook in om de Overnamerichtlijn sterk afgezwakt te krijgen wat betreft de mogelijkheden voor Duitse beursgenoteerde ondernemingen om zich tegen ongewenste overnamebiedingen te beschermen. Ook bij de implementatie van Europese richtlijnen zoals de oorspronkelijke Richtlijn Aandeelhoudersrechten hield Duitsland vast aan het primaat van het eigen nationale recht en de daarin verankerde bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende organen. Met de wijsheid van nu kan de vraag worden gesteld of Nederland met zijn beleidsmatige inspanningen om te komen tot een 'level playing field' voor grensoverschrijdende overnamebiedingen en het daarmee gepaard gaande beleid van non-interventie ten aanzien van overnamebiedingen op Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zoals ABN AMRO niet te zeer op het Britse voorbeeld gericht is geweest en te weinig oog heeft gehad voor alternatieve beleidslijnen in de omringende landen zoals Duitsland.

Nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen (hoofdstuk 8)

De ontwikkeling van het ondernemingsrecht is geen lineair proces. Zij volgt geen vooropgezet plan, maar krijgt gaandeweg op incrementele wijze vorm, telkens op basis van de omstandigheden en krachten die op dat moment spelen, waarbij een belangrijke rol voor toeval is weggelegd. De impact van specifieke

ontwikkelingen kan telkens niet op voorhand worden ingeschat, maar vaak pas achteraf worden geïdentificeerd. Alleen al om die reden is het wetenschappelijk niet verantwoord om ontwikkelingen die zich in het verleden hebben voorgedaan naar de toekomst toe te extrapoleren in de vorm van inhoudelijke aanbevelingen voor wijzigingen in wet- en regelgeving of anderszins. Er zijn op dit moment ook te veel substantiële onzekere factoren in de omgeving waarin beursgenoteerde ondernemingen opereren zoals de continue geopolitieke spanningen binnen de EU en daarbuiten en de meer fundamentele discussies over de maatschappelijke uitwerkingen van het huidige systeem van marktkapitalisme die recent zijn losgekomen, om een zinvolle voorspelling over toekomstige ontwikkelingen te kunnen doen.

Wel kan uit deze studie een les voor de toekomst worden getrokken over de doorwerking in het Nederlandse ondernemingsrecht van ideeën uit andere wetenschapsdisciplines zoals uit de hoek van law & economics of van concepten uit andere rechtsstelsels zoals de Code uit het Verenigd Koninkrijk. In beide gevallen is de context waarin de betreffende ideeën en concepten tot stand zijn gekomen belangrijk. Bij het overnemen van ideeën uit andere wetenschapsdisciplines dreigt het gevaar dat zij losgezongen raken van de oorspronkelijke wetenschappelijke context, waardoor beperkingen in toepassingsbereik en kwalificaties ten aanzien van de onderliggende veronderstellingen uit het zicht raken en latere bijstellingen van de ideeën binnen de eigen wetenschapsdiscipline niet worden opgemerkt. Bij het importeren van concepten uit andere rechtsstelsels is het mogelijk dat dezelfde concepten vanwege verschillen in de onderliggende juridische, sociale en maatschappelijke context een andere uitwerking hebben. In beide gevallen is het bij gebruik van dergelijke ‘transplants’ in het nationale recht van groot belang om de onderliggende context van deze ideeën en concepten goed te doorgronden en om zorgvuldig om te gaan met de inbedding ervan.

Voorts kunnen naar aanleiding van het onderzoek bepaalde perspectieven worden geformuleerd die bij de toekomstige ontwikkeling van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen een rol zouden kunnen spelen. Deze vraag is actueel in het licht van de modernisering van het N.V.-recht en de mogelijke heroriëntatie op de verhoudingen in beursvennootschappen tussen de aandeelhouders onderling en de aandeelhouders enerzijds en de vennootschapsleiding anderzijds die in december 2016 in de ‘Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht’ zijn aangekondigd. In zoverre behelst dit onderzoek zowel een evaluatie van het ondernemingsrecht over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen dat met wetgeving, zelfregulering en rechtspraak in de periode tussen 1999 en 2004 tot stand is gebracht als ook een verkennende studie met het oog op mogelijke toekomstige aanpassingen in wetgeving en zelfregulering. Juist omdat gebleken is dat het in de periode tot 2004 tot stand gebrachte juridisch kader in de jaren erna op een aantal punten

SAMENVATTING

in de praktijk wezenlijk anders heeft uitgewerkt dan was voorzien, is het bij een toekomstige herziening van belang om – in lijn met Aanwijzingen 7 en 9 van de Aanwijzingen voor de Regelgeving – vooraf een deugdelijke analyse te maken van de relevante feiten en omstandigheden, de doelstelling van een voorgestelde regeling, de noodzaak voor overheidsinterventie en de alternatieven daarvoor (waaronder zelfregulering), de verwachte effectiviteit van een voorgestelde regeling en de mogelijke neveneffecten daarvan.

Tegen de achtergrond van snel veranderende marktomstandigheden en het belang van een goed werkende juridische infrastructuur op het gebied van het ondernemingsrecht voor de Nederlandse economie bestaat vanuit conceptueel opzicht behoefte aan een responsief ondernemingsrecht. Het ondernemingsrecht als geheel moet voldoende robuust zijn om gelet op het belang van de rechtszekerheid in alle omstandigheden een bruikbare basis te kunnen bieden, terwijl het tegelijkertijd voldoende flexibel dient te zijn om in positieve zin in te kunnen spelen op veranderende omstandigheden. Daarnaast dient het ondernemingsrecht van een duidelijke oriëntatie op een doelgroep te worden voorzien. Tot slot dient het ondernemingsrecht, althans het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen, op een wijze te worden gepositioneerd die overeenstemt met de plaats en rol van Nederland in de internationale handelsverhoudingen.

De hierboven geschetste vergezichten maken niet dat op het punt van wetgeving alleen maar in grootse en meeslepende wetgevingstrajecten gedacht moet worden. Er bestaat juist behoefte aan het snel kunnen doorvoeren van instrumentele wijzigingen van wetgevingsbepalingen die betrekking hebben op technische of logistieke aangelegenheden. Op dit moment lijkt op het gebied van het ondernemingsrecht echter sprake van een haast antagonistische verhouding tussen de wetgever en de uitvoeringspraktijk. Uiteindelijk zullen de politiek, wetenschap en uitvoeringspraktijk elkaar toch moeten vinden in het proces van wetgeving wil er nog een herziening van het N.V.-recht – van fundamentele of juist van instrumentele – worden bewerkstelligd. Antwoorden op de vraag hoe het Nederlandse ondernemingsrecht eruit zou moeten zien, zouden primair via het politiek proces tot stand moeten worden gebracht als resultante van een belangenafweging van verschillende maatschappelijke opvattingen.

De opkomst van het fenomeen van de beurs-N.V. in den vreemde (internationale ondernemingen die in de rechtsvorm van een N.V. worden gedreven en waarvan de aandelen aan buitenlandse beurzen zijn genoteerd) noopt tot beleidskeuzes. Is het Nederlandse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen primair gericht op het faciliteren en reguleren van puur Nederlandse beursondernemingen, zou het juist meer gericht moeten zijn op de aantrekkelijke markt van buitenlandse beursondernemingen of kan het tegelijkertijd op allebei zijn gericht?

Ook het bestand aan Nederlandse beursvennootschappen is de afgelopen vijftien jaar gewijzigd, zowel wat betreft de totale omvang van het aantal beursondernemingen als wat betreft de economische activiteiten die door deze ondernemingen worden verricht. Dit geeft aanleiding tot vragen die in de beleidsmatige discussies over het Nederlandse verdienmodel en over de rol van beursgenoteerde ondernemingen in dat model betrokken zouden moeten worden. Dit hangt samen met de overkoepelende beleidskeuzes ten aanzien van het Nederlandse vestigingsklimaat, waaronder keuzes met betrekking tot de positie en omvang van de financiële sector en keuzes in het fiscale beleid. Ook deze keuzes zouden primair via de politiek gestalte moeten krijgen. Het gaat immers om vragen over de inrichting van het Nederlandse economisch bestel vanuit het perspectief van de internationale (concurrentie)verhoudingen en daarmee dus indirect om het verdienmodel van de Nederlandse economie. Hier ligt een taak voor de politieke partijen om onderscheidende visies over het Nederlandse economische model – en daarmee ook het Nederlandse ondernemingsrecht – in de huidige internationale verhoudingen te ontwikkelen en uit te dragen.

Tot slot dient de rol van de overheid ten opzichte van het bedrijfsleven in de politiek voortdurend een onderwerp van gesprek te zijn. Op dit punt is de beleidsmatige discussie momenteel weer volop in beweging. Een opvallende ontwikkeling betreft het fenomeen van interventies van de overheid bij staatsdeelnemingen. Recente voorbeelden van interventies van overheidswege geven de indruk dat de overheid tegenwoordig een actievere invulling geeft aan haar rol als aandeelhouder in staatsdeelnemingen. Andere ontwikkelingen wijzen erop dat de opstelling van de overheid ten opzichte van grote ondernemingen is veranderd ten opzichte van de situatie van voor de financiële crisis. Ook de rol van de Nederlandse overheid met betrekking tot overnamebiedingen op Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is tegenwoordig weer onderwerp van discussie. In het verlengde van de ongeïnviteerde overnamebiedingen waarmee achtereenvolgens PostNL, Unilever en AkzoNobel werden geconfronteerd laaide de discussie over het al dan niet voorzien van mogelijkheden voor overheidsinterventie bij overnamebiedingen op Nederlandse beursondernemingen nog verder op. Een eindpunt in deze discussie is voorlopig nog niet in zicht.

Als toch op enig moment het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen integraal herbezien zou worden, dan lijkt ten aanzien van de positie van aandeelhouders in ieder geval één fundamentele vraag onontkoombaar: moet de verhouding tussen beursvennootschap en aandeelhouders primair worden geregeld via de band van het financiële toezichtrecht waarin aandeelhouders voor hun rechtspositie zijn aangewezen op hun aanspraken als beleggers in effecten van uitgevende instellingen of moet de huidige duale structuur in stand worden houden waarbij aandeelhouders zowel aan het vennootschapsrecht als aan het financieel toezichtrecht aanspraken kunnen ontleen. De

SAMENVATTING

meer principiële vraag in hoeverre beleggers in aandelen van beursvennootschappen, die soms aandelen slechts voor een extreem korte periode houden of die hun belang via synthetische constructies hebben vormgegeven, nog altijd gezien dienen te worden als ‘aandeelhouder’ in de klassieke zin van het woord is daarmee nog niet beantwoord.

Op dit punt moeten ook de beperkingen van het ondernemingsrecht onder ogen worden zien. In de jurisprudentie zijn door de Ondernemingskamer in *Cryo Save* en door achtereenvolgens de Voorzieningenrechter in de Rechtbank Den Haag en het Gerechtshof Den Haag in *Boskalis/Fugro* nuttige aanzetten gegeven om aan de hand van de normen van redelijkheid en billijkheid tot een concrete(re) invulling van gedragsnormen bij het uitoefenen van aandeelhoudersrechten te komen. Concrete en effectieve normen voor gedrag van aandeelhouders dat zich buiten de context van de uitoefening van formele aandeelhoudersrechten afspeelt, zoals het voeren van een publieke campagne door een activistische aandeelhouder, zijn (nog) niet ontwikkeld. Een panacee om de in brede kring gewenste gezamenlijke oriëntatie van vennootschapsleiding én aandeelhouders op lange termijn waardecreatie te realiseren lijkt in ieder geval niet voorhanden. Misschien is een oplossing gelegen in het accepteren dat de gedragingen van aandeelhouders niet via het ondernemingsrecht te reguleren zijn en dat in plaats daarvan moet worden gekeken of de mogelijke schadelijke neveneffecten daarvan niet beter via publiekrechtelijke wet- en regelgeving kunnen worden gereguleerd. Tegelijkertijd moet bij een mogelijke herziening van het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen niet uit het oog worden verloren wat in de woelige jaren tussen 1999 en 2004 en sindsdien is bereikt. Met de beschikking van de Hoge Raad in *Cancun* is de maatstaf van het belang van de vennootschap op een in de moderne tijd passende wijze herbevestigd en voor de voorzienbare toekomst geborgd. Alles overziende lijkt het bouwwerk dat de Hoge Raad met zijn beschikkingen in *RNA*, *HBG*, *ABN AMRO* en *ASMI* heeft neergezet niet alleen naar het heden, maar ook naar de toekomst toe een stevig fundament voor verdere (rechts)ontwikkelingen te bieden. Het is nu aan de praktijk om te acteren op basis van de lessen voor de toekomst die uit deze geschiedenis zijn te trekken.

Summary

Introduction (chapter 1)

This thesis concerns the position of shareholders in Dutch listed companies. The underlying research was aimed in particular at the developments that took place between – roughly – 1999 and 2004. The reason for choosing the developments in this particular period in time for this analysis can be traced to the worldwide financial crisis that emerged in full swing in late 2008. In the wake of the crisis, during which a number of Dutch listed financial institutions had to be rescued by the government through capital injections and in some cases even nationalisations, commentators have argued that the apparent vulnerabilities of the listed companies that ran into problems were caused in part by pressure from shareholders. Some of the arguments advanced by these commentators explicitly referred to the strengthening of the position of shareholders in Dutch listed companies which had occurred in the years preceding the financial crisis. Upon further review, most of the relevant developments regarding this strengthening of the position of shareholders have occurred between 1999 and 2004. The reason for reviewing these developments was set against this background. In addition, the strengthening of this position is still relevant, especially now that the phenomenon of shareholder activism appears to be on the rise again and the market for takeovers of listed companies also appears to be picking up. This study offers a framework for interpretation and appreciation of the legacy from the time around the turn of the century which has now once again become current.

The legal elements from the period 1999 to 2004 which jointly made for a strengthening of the position of shareholders in Dutch listed companies are developments in legislation (in particular the introduction of new statutory shareholder rights through the Structure Regime Act of 2004), developments in self regulation (the promulgation of the first Dutch Corporate Governance Code in 2003) and developments in case law (the decisions of the Enterprise Court of the Amsterdam Court of Appeals and the Dutch Supreme Court in cases involving takeover disputes such as *Gucci*, *RNA*, and *HBG* between 1999 and 2003). These changes each stemmed from earlier developments. These were not only developments at the *legal* level, but also – and especially – developments at the *factual* level and developments at the *normative* level. An example of a development at the factual level is the change in the collective shareholder base of Dutch listed companies. Developments at the normative level mostly concern

SUMMARY

underlying ideas from policy, academia or market practice, which affect factual and legal developments. Examples are the changing views from time to time on the admissibility of protective measures for listed companies.

This study aims to demonstrate the interactions between developments at the legal, factual and normative levels. In addition, distinguishing between legal, factual and normative matters contributes to the clarity of the analysis of all of these developments. Not applying such distinctions entails the particular risk of producing an inadvertent mixture of factual arguments (*It is*) with normative arguments (*It should be*). Certain methodological choices, such as using non-legal sources in addition to legal sources and describing the relevant developments from mostly contemporaneous documents, have been made with a view to producing a sound integrated analysis of legal, factual and normative developments.

The study is structured as follows. Chapter 2 defines a starting point, e.g. the 'classical' company law for Dutch listed companies (N.V.'s) that was brought into existence between 1929 and 1971. Chapter 3 describes the developments in legal policy, politics, business and society which occurred between 1971 and 1999 in the Netherlands and at the level of the European Union. On the legal level, the position of shareholders in listed companies didn't change much during this period, but there were a lot of changes at the factual- and normative levels. By way of excursion, chapter 4 describes the development of the law & economics approach to company law, in particular within the context of the emergence of the law & economics movement in the US. Some of the law & economics concepts that were developed in this field would later on affect the discussions in policy and in academia on company law at both the EU – and Dutch levels.

Chapter 5 describes the changes in policy, legislation, self-regulation and case law regarding the position of shareholders in listed companies which occurred between 1999 and 2004. Lines that were drawn in chapters 3 and 4 are woven together in this chapter. Chapter 6 concerns fault lines, constants and corrections. The fault lines were hidden vulnerabilities within the system of corporate governance that had been put into place between 1999 and 2004. These vulnerabilities caused the developments after 2004 to proceed rather differently than expected, in particular with respect to the emergence of shareholder activism. By contrast, the constants were factors which had a cushioning effect on these developments and the corrections were responses to the apparent vulnerabilities through legislation, self-regulation and case law. Chapter 7 contains a comparative analysis concerning the developments with respect to the position of shareholders in listed companies in Germany and in the United Kingdom. The choice for these two jurisdictions was driven by the fact that Dutch company law

historically displays a large degree of similarity with German company law, whereas it shifted more towards the model of UK company law through the changes that occurred between 1999 and 2004. The comparison aims to analyse the extent to which the developments that have occurred in the Netherlands were unavoidable, that is: whether other policy choices had been possible as well. The comparison with the United Kingdom demonstrates the specific political, economic and social context in which British company law with respect to the position of shareholders in listed companies was developed. Chapter 8 concludes with a set of further considerations, conclusions and recommendations.

The N.V. in the classic Dutch company law – 1929-1971 (chapter 2)

An analysis of the statutory rules concerning the N.V. that were introduced in the Dutch Code of Commerce in 1929 demonstrates that the N.V. was conceptually aimed at shareholders as partners cooperating together. Typical features of this arrangement were the instrumental interpretation of the concept of legal personality, the role of the corporate objectives clause in a company's articles of association as guideline for managerial conduct and the limitation of the board's authority to managing only the day to day affairs of the company whilst viewing the general meeting of shareholders as the ultimate power within the company with residual authority over all matters that had not been expressly delegated to the board. Van der Heijden conceptually labelled the N.V. as a form of qualified partnership, a relationship of a contractual nature between cooperating partners whereby the feature of legal personhood of the N.V. allowed the joint shareholders to participate in legal dealings in a special way through the N.V. as an instrument of property law ordering.

The N.V. as a legal entity was primarily aimed at small and medium sized businesses with closely held shareholder structure. Large enterprises with dispersed share ownership, in particular listed companies, were expected to be able to cope with the statutory N.V. law in practice; a specifically tailored statutory regime was not deemed necessary. In practice, the widespread use of oligarchic arrangements had produced a divergence between the conceptual position of shareholders in those companies on the one hand and their true position on the other, especially as concerned minority shareholders. Also, the conceptual vision of an N.V. as a qualified partnership was more and more at odds with the post-war reality in which large enterprises were becoming increasingly important in the economy. Academics such as Van der Grinten acknowledged this reality by nuancing their views on the limits of the board's authority pursuant to section 47 of the Dutch Code of Commerce. Even so, the Dutch Supreme Court's 1949 ruling in *Doetinchemse Ijzergieterij*, which featured the first mention of the phrase 'the interest of the company', was regarded by Van der Grinten as an unhelpful precedent. On principal grounds, he rejected the Supreme Court's

SUMMARY

suggested distinction between the interest of the company on the one hand and the interest of its joint shareholders on the other. The Dutch Supreme Court's 1955 ruling in *Forumbank*, in which the Supreme Court held that the board had an autonomous position vis-à-vis the general meeting of shareholders and was thus not required to adhere to specific instructions from the general meeting regarding matters that fell within the board's prerogative, was not viewed as a major development in law at the time. Only in later academic literature would these cases be labelled as landmark cases in the process of development of a more institutional view of the N.V..

The institutional view on the nature of the N.V. was first promulgated in Maeijer's introductory lecture of 1964. Maeijer's view that the N.V. had a distinct interest of its own was based on the property law equation of a legal person with a natural person, whereby Maeijer invoked the precedent of *Doetinchemse Ijzergieterij* in support of his view. The fact that Maeijer's view of the company interest (including the related subsequent view of Van der Grinten about the company interest being the resultant of the respective interests of all interested parties) became the dominant paradigm within company law was not so much due to the strength of the legal arguments, but rather because this view sat well with the changing views in society on the functioning of large enterprises, in particular with respect to the position of employees in those enterprises. This was not the case for the alternative view of Löwensteyn in which the company interest was equated with the objectivised interest of the joint shareholders.

The discussion on the economic and societal divisions between labour and capital in the context of large enterprises resulted in a 1964 report of the Verdam Committee with recommendations about the governance structure of large N.V.'s. In the wake of this report, a number of substantial changes in legislation were brought into force, including the introduction of the large companies' regime (Structure Regime) in 1971. Formally, the position of shareholders in companies that were subject to the new structure regime was limited because the authority to appoint and dismiss members of the management board was attributed to the mandatory supervisory board. In fact, however, this did not constitute a weakening of the actual position of shareholders because the use of oligarchic arrangements on the one hand and absenteeism among shareholders on the other had even in the old situation precluded the general meeting of shareholders from exercising these authorities effectively. With the introduction of the structure regime and other changes in legislation such as the introduction of rules on annual accounts in 1970 and a revision of the rules concerning inquiry proceedings in 1971, the classical Dutch company law for listed N.V.'s effectively arrived at its final form in 1971.

Pioneers for the new company law within the markets, politics, policy and academia – 1971-1999 (chapter 3)

Chapter 3 describes the shifts at the factual and normative level with respect to the position of shareholders in listed companies that occurred between 1971 and 1999. These developments can also be placed in a broader political context. Where the Dutch Labour Party (PvdA) at the time of the Den Uyl government and in subsequent years openly flirted with ideas about restraining large enterprises and forms of workers control over companies, the Christian Democrats (CDA) and the Liberal Party (VVD) from the first Lubbers government onwards deliberately chose to pursue a policy of deregulation and privatisation. This choice was not driven by ideological considerations, but by pragmatic considerations with a view to restoring the health of the nation's public finances. Meanwhile, the PvdA in the second half of the 1980s went through a process of ideological reorientation. The CDA/VVD policy of deregulation and privatisation could therefore be continued when the PvdA entered the Lubbers III government in 1989. This policy would also be continued in the subsequent 'purple' governments of PvdA/VVD/D66. This policy also entailed a change in the government's policy concerning state participations. Among other things, the government pursued a strengthening of the position of shareholders with a view to using its position as shareholder to exert control over state enterprises.

Meanwhile, a process of internationalisation in financial markets had been going since the 1980s, which led to an increase in the international competition between stock exchanges. The Dutch government had earmarked the Dutch financial markets as an aspiring key player in international competition. To that end, a framework of laws and regulations (partly through the implementation of the first EU directives with respect to capital markets) and a framework of public law supervision with the introduction of the Trading Monitoring Foundation (Ste) was developed in the 1980s. In addition, the Stock Exchange Association (VvdE), the operator of the Amsterdam Stock Exchange, was pursuing means to attract more listings and to increase turnover and trading volumes on the exchange. In this context, a dialogue was initiated between the VvdE and the Association of Listed Companies (VEUO) about the use of protective measures by listed companies and possible limitations thereto. The government presented its position in a policy document but left the actual discussions to the VvdE and the VEUO for the time being. In the early 1990s, the discussion gained a European dimension with the introduction of the draft Thirteenth Directive. In 1992, the VvdE and the VEUO agreed to a compromise for the duration of three years. The government agreed to the compromise as temporary measure, but also announced that legislation could be introduced in the event the VvdE and the VEUO would be unable to agree on a satisfactory permanent arrangement on protective measures.

SUMMARY

Another relevant factual development concerned the shifts that occurred in the collective shareholder base of Dutch listed companies. Historically, a substantial part of the shares in Dutch multinational companies such as Royal Dutch Shell and Unilever had been held by foreign shareholders, mostly foreign competitors from the same industry which held the shares by way of strategic participation. In addition, Dutch financial institutions, in particular Dutch insurers, traditionally held large minority stakes in Dutch listed companies. Finally, Dutch retail shareholders also collectively held a sizeable amount of shares. This state of affairs changed during the 1980s. In large share offerings that were issued by Dutch listed companies to finance foreign acquisitions, the bulk of newly issued shares went to foreign investors, in particular to UK and US institutional investors. Also, Dutch listed companies as part of these foreign acquisitions gained foreign stock exchange listings, which attracted foreign investors to their shares as well. The shareholdings of Dutch institutional investors in Dutch listed companies did not match this trend. The large Dutch pension funds traditionally only held a small part of their assets in the form of shares, whereas the Dutch insurers from the 1990s onwards were selling down their large stakes in Dutch listed companies. In the mid-90s, the Netherlands was the only country in comparison to the surrounding countries such as Germany and the United Kingdom which did not have a 'national block' in the collective shareholder base of Dutch listed companies.

In the same period, the discussion on protective measures between the VvdE and the VEVO re-emerged. In 1995, the parties reached an agreement in principle on the basic points for a new arrangement on the possibilities for a breakthrough of protective measures. At the request of the government, the VvdE and the VEVO also drew up a proposal for a draft bill. However, this proposal did not meet the criteria which the government had formulated earlier in its policy statement. Early 1996, the government claimed the initiative by arranging an agreement between the VvdE and the VEVO – presumably by forcing an agreement upon them – on the basic elements of new statutory rules concerning the breakthrough of protective measures. The ensuing bill, the Protective Measures Bill, was introduced in 1997. This bill aimed to curb to some extent the use of legal protective measures in the face of takeover bids. The explanatory notes to the bill mentioned that listed companies should instead make an effort to arrange for economic protection by attracting a stable group of core shareholders. The notes also mentioned that the Dutch pension funds had declared themselves to be willing to take up this role, provided that the strategy of the relevant companies would be conducive to the continuity of the business and to the interests of shareholders.

Another progeny of the agreement in principle between the VvdE and the VEVO was the installation of the Peters Committee. In October 1996, the Peters Committee published its forty recommendations in the field of corporate governance for listed companies. The committee had aimed to provide a set of best practices (probably following the example of the UK Cadbury Committee), while leaving compliance to a market based system of enforcement. Compliance would be mainly driven by political pressure. Shortly after the publication of the Peters Committee report, the government had indicated that legislation would ensue if apparent compliance with the recommendations by Dutch listed companies would be found to be lagging. With respect to shareholders, the Peters Committee's recommendations contained a number of initiatives for strengthening their position, such as the incentive for listed companies to provide for possibilities of proxy solicitation and the recommendation that shareholders representing a certain percentage of shares should be allowed to propose agenda items for general meetings. The report also contained a number of remarkable normative claims, such as the statement that shareholders should be able to exert influence over the company's strategic policy. Regardless, as was demonstrated by a onetime review of results over the financial year 1998, the compliance of listed companies with the recommendations set out by the Peters Committee failed to meet expectations. The true impact of the Peters Committee's recommendations should therefore not be overestimated.

Finally, in the 1990s a discontent of some sorts was emerging within company law academics with respect to the status quo on the position of shareholders in listed companies. To be sure, this discontent was not widespread, but in particular company law academics with ties to practice as members of law firms (Slagter, Den Boogert, Van der Hoek) or in-house lawyers with large Dutch multinationals (Honée, Raaijmakers) were increasingly vocal in articulating their views. Other academics such as Timmerman and De Kluiver critically assessed the status quo from a more contemplative- or multidisciplinary perspective. As such, the debate within company law academic circles on the position of shareholders became more diverse.

Development of the law & economics approach to company law (chapter 4)

In the second half of the 20th century, a law & economics approach to company law was developed within the US academic field of law & economics. This law & economics approach provides a normative framework in which the system of corporate governance of listed companies primarily focuses on its shareholders. In 1999, American academics Hansmann and Kraakman formulated their thesis on the 'End of history for corporate law' on the basis of this normative framework. They predicted a worldwide convergence of systems of company law in

SUMMARY

which all of these systems would unavoidably tend towards the shareholder oriented model proposed by Hansmann and Kraakman. Features of this model included the notion that the managers of a listed company should act exclusively in the interests of shareholders and that the stock price could be deemed to constitute the yardstick for determining these interests. The ideas advanced by Hansmann and Kraakman drew a lot of attention, also in the Netherlands. Because of this attention it is useful to reconstruct the origins of these ideas. This analysis can also serve as a basis for assessing how and to what extent these ideas influenced developments at the normative level with respect to European- and Dutch company law.

An important stepping stone for the rise of the US law & economics movement was the work of Coase. In 1960, Coase presented the position that was later dubbed the 'Coase Theorem' which stated that irrespective of the initial distribution of rights and entitlements, an optimal distribution of these rights and entitlements between parties – assuming zero transaction costs – could always be automatically achieved through voluntary market transactions. Coase acknowledged that the assumption of zero transaction costs was unrealistic and that in practice corrective actions with respect to the market mechanism from the government were needed. Even so, Coase argued that the legislator and the judiciary in considering whether such corrective actions were necessary and if yes in what way and to what extent should let themselves be guided by empirical analyses on the economic effects of such actions. Upon further review, the theory advanced by Coase also contains an inherent element of an ideologically driven preference for market based solutions rather than government intervention. Later work of other scholars in the field of law & economics that was based on the Coase Theorem thus adopted an inherent normative bias with respect to the relationship between government and markets which was invisible on the surface.

A number of concepts which would later prominently feature in the law & economics approach of company law were developed within the field of economics, in particular within the academic sub-discipline of finance. The most important of these concepts was the 'Efficient Markets Hypothesis' (EMH) that was advanced by Fama in 1970. Fama had demonstrated on the basis of empirical and econometrical research that the stock price of a given share at all times took into account all available information about the underlying business. By extension, it could be assumed that the stock price at all times was an adequate reflection of the intrinsic value of the respective business. Fama's work was very influential within the field of finance. The idea of the EMH would also be adopted in other academic fields, in particular within law & economics.

The results of Fama's study were based on a model which in turn contained a number of unrealistic assumptions. Even so, the degree of realism of underlying assumptions was not a relevant factor in the methodology of positive economics as developed by Friedman. Meanwhile, the limitations and caveats with respect to the results which Fama himself had identified faded from view, whereas later studies with contradictory results were marginalised within the field of finance and mostly went unnoticed outside of it. This way, the EMH within the law & economics approach was detached from its original academic context and the idea that stock prices always reflect all relevant information and thereby also provide an adequate reflection of the intrinsic firm value took on a life of its own. The same holds true for other concepts developed in the field of economics in general and in finance in particular, such as the general equilibrium model of Arrow and Debreu (a mathematical rendering of Smith's 'invisible hand') and the rational expectations theory (a building block for econometric models which presumes individual market participations with perfect knowledge and foresight about future developments).

The next step in the development of the law & economics approach to company law was the application of ideas on markets to the relationship between companies and their shareholders. This happened both within the field of finance, notably with the agency theory of Jensen and Meckling in 1973, as well as within the field of legal academia, in particular with the notion of the market of corporate control that was developed by Manne in 1965 and the work of Easterbrook and Fischel during the 1980s which culminated in their standard textbook *The Economic Structure of Corporate Law* of 1991. In these treatises, the company was conceptually regarded as being a 'nexus of contracts'. In this approach, shareholders were 'residual claimants' because other than other interested parties they had no legal-contractual relationship with the company and thus would only get paid when the company had fulfilled all of its contractual obligations to other stakeholders. As such, it was considered economically efficient for companies to focus exclusively on the maximisation of shareholder value, because this would implicitly also raise or at least maintain the value for other stakeholders. In addition, it was considered efficient to give shareholders certain control powers and certain monitoring mechanisms vis-à-vis the company's board. The most important of these mechanisms was the hostile takeover which in the law & economics approach was viewed as a mechanism for disciplining management. Also, an optimisation of the governance structure of listed companies could be achieved by having companies provide information about their respective governance structures to the market, because a suboptimal governance – assuming application of the EMH – would lead to a corresponding discount in the company's stock price. As such, an optimally functioning company law for listed companies could be achieved through shareholder oriented market arrangements.

SUMMARY

The law & economics approach to company law was especially influential within US legal academic circles. Its impact on Dutch company law academia was rather limited. Indirectly, these ideas found their way into the academic discourse, for instance through publications by economics scholars in company law periodicals. Conversely, Dutch academics in the field of economics became increasingly active from the 1990s onwards in the academic debate on company law through publications on corporate governance, which meant that the academic discourse on company law in addition to the standard legal dimension also gained an economic dimension. An indirect influence of Dutch company law academics by the law & economics approach to company law was also established through academic treatises on publications such as the ALI Principles of Corporate Governance and the OECD Principles of Corporate Governance, both of which were influenced to a certain extent by law & economics concepts. Through these channels, certain normative arguments which had been developed in the field of law & economics found their way into legal discussions on possible changes in Dutch company law.

The turn – 1999-2004 (chapter 5)

In 1999, the Dutch government (PvdA/VVD/D66) presented a new policy framework regarding the further development of company law in a policy paper that was published in response to the report on the monitoring of compliance of listed companies with the recommendations set out by the Peters Committee. The paper contained repeated references to the OECD Principles of Corporate Governance which had been published shortly before and its contents were inspired in more than one way by ideas and concepts from the field of economics. Regarding the position of shareholders, the policy paper repeated the earlier position of the government in the wake of the Protective Measures Bill that listed companies should attract a stable group of core shareholders by way of economic protective measure, in which in particular the Dutch institutional investors were to play an important role.

In practice, the shareholdings of Dutch institutional investors, especially the large Dutch pension funds, developed in a way that was contradictory to the government's aspirations. For instance, the largest Dutch pension fund ABP had indicated at the time of its privatisation in 1995 that it intended to double the size of its portfolio of shareholdings in Dutch listed companies by 2000, but in 1999 it turned out that there had in effect been a substantial decrease in these investments in ABP's portfolio. The large pressure on ABP and other pension funds to deliver returns, coupled with the enhanced possibilities of investing in foreign markets without currency risks as a result of the introduction of the EMU in 1999 and a bull-run on various foreign markets, in particular the US stock markets in the run-up to the dotcom bubble, meant that these pension

funds had collectively increased the amount of investments in shares relative to their overall portfolios, but that this increase had mostly taken place in the form of shareholdings in non-Dutch companies.

To implement the government's policy, a number of bills was prepared and introduced in Parliament. The government had also indicated that it would conduct a review of possible changes to the structure regime. To that end, it commissioned an empirical study and an economic study and in February 2000 it issued a request to the Social Economic Council (SER) to issue an advice. Initially, the scope of the request for advice to the SER was limited, but as a result of an additional request for advice that was issued by the Lower House of Parliament in July 2000, the SER had to include additional matters in its advice such as the pending Protective Measures Bill, the discussion on stakeholder models versus shareholder models and the possibilities for designing a system for giving account by companies further to the recommendations of the Peters Committee. As a result, the SER in addition to considering possible changes to the structure regime was also to provide an advice on other policy intentions of the government with respect to company law for listed companies.

The eventual SER report that was published in February 2001 contained a compromise regarding the proposed changes to the structure regime. In addition, the SER advised to introduce a number of new statutory powers for shareholders outside of the context of the structure regime. These new powers concerned a right of approval for shareholders of certain important resolutions of the board, a right of shareholders to propose agenda items for shareholders' meetings and a statutory arrangement pursuant to which holders of depositary receipts could only be deprived of a power of attorney to vote on the underlying shares if requested in the event of a 'state of war'. Not all of these proposals were original. The right to propose agenda items had already been proposed by the Peters Committee, which proposal had already been endorsed by the government. The government in its policy paper had already indicated that it would review possibilities for granting holders of depositary receipts of shares to be able to vote on the underlying shares upon request. The SER report constituted the final hurdle for the introduction of a bill by the government in which all of these topics would be addressed. This bill, commonly referred to as the Structure Regime Bill, was introduced in Parliament in January 2002.

Meanwhile, a lot was happening in the EU policy in the field of company law. After the proposed Thirteenth Directive on public takeover bids had finally collapsed as a result of a tie vote in European Parliament, EU Internal Markets Commissioner Bolkestein in September 2001 instituted the High Level Group of Company Law Experts. The necessity of further developing a modern EU company law had been acknowledged by EU policymakers as part of the Lisbon Strategy. The High Level Group, chaired by Winter, was asked in two stages to

SUMMARY

advise on the framework thereof, at first only about the topic of public takeovers but later on also on the broader topics of modernising EU company law. The contents of both reports issued by the High Level Group with respect to the position of shareholders in listed companies were influenced in a substantial way by perspectives from the field of law & economics. This was reflected in the proposals for the underlying principles of a new EU takeover directive, in which shareholders were to have a strong position in both the legal as well as the normative sense, as well as in the proposals on the mechanisms for regulation in the field of corporate governance, which were strongly aimed at facilitating market-based solutions through imposing transparency requirements.

The European Commission by and large followed the High Level Group's proposals through the publication of the EU Action Plan in 2003. Certain of the policy objectives which were formulated in the Action Plan, such as the protection of shareholders and creditors, could be traced directly to the shareholder oriented vision on company law as articulated by the High Level Group. Contrary to popular belief, the policy position of the Commission in the EU Action Plan was not driven by the accounting scandals at Enron, Parmalat and Ahold. Even so, these cases served to provide the Commission's policy intentions with political and societal momentum. The EU Action Plan fixated the EU policy agenda in the field of company law at the EU level for the years to come. Eventually, not all of the shareholder oriented objectives were realised. Examples include the EU Takeover Directive which was adopted in 2004 in a substantially watered down form as a result of political compromises and the feasibility study regarding possible initiatives to develop a model of 'shareholder democracy' at the EU level which was quietly abandoned in 2007 after the first preliminary reviews had been completed. Still, the shareholder oriented element in the EU policy agenda in the field of company law proved to be important in the subsequent years for developments at the normative level.

As regards case law, the development of company law for listed companies in the period between 1999 and 2004 was primarily shaped through the mechanism of inquiry proceedings. Traditionally, a lot of the relevant developments were established through proceedings before regular district courts, but the introduction by law of the possibility of ordering immediate relief measures within inquiry proceedings (1994), the subsequent *Huisdierencrematorium* case of the Amsterdam Court of Appeals concerning the division of competence between the regular courts on the one hand and the Enterprise Court on the other (1997), and finally the application of inquiry proceedings as an instrument in contested takeover situations in the *Gucci* case (1999) culminated in the Enterprise Court obtaining the paramount position as the judicial body for the resolution of company law disputes. Through the cases that were put before it, the Enterprise Court was able to develop rules regarding conduct in contested takeover situations, including certain rules and limitations with regard to the use of protective

measures. In addition, the Enterprise Court developed more general rules about the relationship between the company's board on the one hand and the general meeting of shareholders and individual shareholders on the other. Through its decisions, in particular the ones in *Gucci*, *Breevast*, *RNA*, and *HBG*, the Enterprise Court gave substantial impulses to the further development of the legal framework in the field of corporate governance. However, the Dutch Supreme Court on a number of occasions corrected the Enterprise Court when it had incorporated perceived changing views in society about corporate governance into the general norms of reasonableness and fairness (section 2:8 of the Dutch Civil Code) without a proper basis.

Developments in the field of self-regulation saw the establishment in late 2003 of the Dutch Corporate Governance Code (the Tabaksblat Code). The Code originated from an appeal by the government to the sector in December 2002 to deliver better results on improving corporate governance in light of the lagging compliance with the recommendations by the Peters Committee. If such improvement would not be forthcoming, legislative measures would ensue. Shortly after the Tabaksblat Committee had been established in March 2003, the accounting scandal involving Ahold had become fully apparent. Thus, the Committee performed its review against a backdrop of societal discontent with respect to the large Dutch companies and the perceived 'old boys network' which comprised a substantial part of these companies' boards. The draft Code that was published in July 2003 aimed for a significant repositioning of shareholders in the system of checks & balances. The Committee also issued proposals for far-reaching legislative measures to the government to reinforce the position of shareholders, for instance by introducing a statutory requirement that trust offices should at all times issue a power of attorney to holders of depositary receipts of shares to vote on the underlying shares if so requested. The responses to the draft Code were mostly positive. In the wake thereof, commentators made proposals for changes in Dutch company law that reached even further, such as abolishing the structure regime outright. Dutch institutional investors also took an assertive stance in response to the draft Code regarding the proposed strengthening of the position of shareholders. Finally, the government was enthusiastic. Shortly after publication of the draft Code, the government submitted an amendment to the Structure Regime Bill to provide for the statutory arrangement of the envisaged 'comply or explain' mechanism. Also, after the publication of the eventual Code in December 2003, the government remained up front enthusiastic about the self-regulatory mechanism of the Code. This enthusiasm was such that the Code was singled out as a successful example of self-regulation in policy papers on legislation at a time when even the first data on the compliance and actual effects of the Code were not yet available.

SUMMARY

The Code furthermore had a substantial impact on the then-pending legislative process concerning the Structure Regime Bill. The bill that was introduced in January 2002 provided for the introduction of the new shareholder rights which had been proposed by the SER, in particular the approval right (section 2:107a DCC), the agenda proposal right (section 2:114a DCC) and the rules concerning voting by holders of depositary receipts of shares (section 2:118a DCC), but otherwise the bill was modest in its aspirations. In the summer of 2003, the legislative process moved into the fast lane. Further to the publication of the draft Code, the government introduced an ambitious series of amendments to the bill and substantial amendments were proposed in Parliament from parties all across the political aisle. Many of these amendments aimed at strengthening the position of shareholders. Such proposals were made by two of the three coalition parties in the government at the time (VVD and CDA) and by the largest opposition party in Parliament (PvdA). Each of these parties had its own reasons for wanting to strengthen the position of shareholders. For the VVD, a strong position of shareholders as quasi ‘owners’ of companies was a logical extension of its liberal orientation, whereas the PvdA regarded a stronger position of shareholders as a countervailing power to the power of boards, while the position of employees would have to be strengthened correspondingly for the same reasons. The CDA perceived a need to break the ‘old boys network’, but also attached a firm belief up front to the self regulating ability of the sector through the Code. Eventually, the sharper edges around the proposed amendments were somewhat softened later on in the legislative process. Even so, the legislative changes which were realised through the Structure Regime Bill and which entered into force in October 2004 constituted a clear strengthening of the position of shareholders on the basis of broad political support.

Fault lines, constants and corrections – 2005-present (chapter 6)

In the period between 1999 and 2004, a whole new edifice concerning the legal, factual and normative position of shareholders in Dutch listed companies was put in place. This edifice was based on certain presumptions and expectations regarding the future effects of the new rules. Shareholders would become full-fledged players in the field of checks & balances vis-à-vis the boards of listed companies by using their newly created rights. Dutch institutional investors were to play an important role in realising the desired dialogue with the relevant boards on governance. However, the actual developments in the years after 2004 turned out differently, even to such an extent that already in late 2006 the first signs of unease from politicians began to emerge. This unease was aimed in particular at the fact that a large number of Dutch listed companies were being taken over by foreign private equity companies and at the emergence of shareholder activism by foreign activist investors, in particular hedge funds, at a number of other Dutch listed companies

By way of explanation for the fact that the developments after 2004 ran a substantially different course than what was anticipated at the time the Structure Regime Act and the Tabaksblat Code came into being, one can point to a number of fault lines that were present beneath the surface of the new edifice regarding corporate governance which went unnoticed at the time. The first fault line concerned the position of Dutch institutional investors. In particular the Dutch pension funds had actively taken an assertive position in the public discussions on corporate governance, but at the same time they had been further downsizing their respective shareholdings in Dutch listed companies. These investors could thus not be expected to meet the expectations that had been raised in the context of the redefinition of the position of shareholders. In their place, UK and US institutional investors (including activists) emerged as the most significant shareholders in Dutch companies. The second fault line consisted of a void within the legal framework which did not provide for standards of conduct through which the conduct of shareholders in the exercise of their new powers could be effectively regulated. This allowed activist shareholders to use their powers in their own interests without a countervailing power from the board or otherwise being available. This resulted in decisions of the Enterprise Court, in particular in *Stork* and *ABN AMRO*, that further reinforced the position of shareholders. The third and final fault line regarded the normative orientation in politics and policy. Even when the first cracks in the edifice began to appear, policymakers at the EU level as well as at the national level maintained the normative views regarding the position of shareholders that was developed in the period between 1999 and 2004. This limited the possibilities for government intervention, for instance by proposing legislative changes or by intervening in the 2007 takeover battle around *ABN AMRO*.

In addition to fault lines, there were also constants in the years after 2004. These constants had a certain cushioning effect on the developments in those years. The most important constant was the case law promulgated by the Dutch Supreme Court. With its decision in *ABN AMRO* (2007), the Supreme Court on appeal checked the expansion of the position of shareholders at the expense of the board that the Enterprise Court had introduced in its *ABN AMRO* decision. In doing so, the Supreme Court clarified certain important issues, such as the relationship between the open norms of section 2:8 DCC on the one hand versus the statutory division of authorities between board and shareholders on the other, the specific application of the notion of the interest of the company in takeover situations and the way and extent in which best practices of the Code were part of formal company law. The Supreme Court would later confirm this approach in *ASMI* (2010) and would also issue other decisions, in particular *DSM* (2007), *VEB/KLM* (2013) and *Cancun* (2014) through which it would further guide the development of company law in a consistent way. The framework developed by the Supreme Court in these cases also led to developments in lower case law

SUMMARY

concerning the position of shareholders in listed companies, for instance the Enterprise Court's decision in *Cryo Save* (2013) and the decisions of the president of the The Hague District Court and the The Hague Court of Appeals in *Boskalis/Fugro* (2015/2016). As such, the case law of the Dutch Supreme Court constituted a constant in this framework of legal developments.

Finally, in the period after 2007 in the wake of occurrences of shareholder activism and the financial crisis, a number of corrections were applied to the legal framework on the position of shareholders. The most important corrections were made through a revision of the Code (Frijns Code 2008), through newly proposed legislation such as the Corporate Governance Act (2013) and through an amended policy agenda at the European level, for instance through the revised EU Action Plan (2012) and the proposed revision of the EU Shareholder Rights Directive (2014). It is questionable, however, whether these corrections constitute an adequate response to the apparent shortcomings in the system of corporate governance as regards the position of shareholders in listed companies. In particular, one may wonder whether the available standards of review for conduct of shareholders are sufficiently effective in practice to deter undesirable conduct. Also, there is still a degree of uncertainty with respect to the legal status of the provisions of the Code within Dutch company law. Especially now that in recent years the phenomenon of shareholder activism appears to be on the rise again and the market for public takeovers is also picking up, we will have to see whether the company law framework with respect to the relationship between the listed companies and its shareholders is sufficiently robust to be able to meet the present day challenges.

Experiences in Germany and in the United Kingdom (chapter 7)

Just as in the Netherlands, a lot happened around the turn of the century with respect to the development of company law for listed companies in Germany. The developments in Germany in a number of ways were substantially different than the ones in the Netherlands. Whereas in the Netherlands the Structure Regime Bill had introduced far reaching legislative changes with respect to the position of shareholders, the German legislative process mostly ran through small, measured steps with consecutive bills each providing for small instrumental changes to the legal framework of the Aktiengesetz and other relevant acts. An important feature of these legislative projects was that the core of the statutory division of powers between the various bodies of companies remained untouched. Another feature was the speed with which legislative changes were brought into force. This allowed Germany to respond through legislation in an effective way to changing societal developments. It was also possible for the German legislature to quickly amend the new rules once again if it turned out

that the new rules did not produce the desired results. Like the Netherlands, Germany introduced a corporate governance code of its own (the DCGK), as a part of which a lot of attention was spent on carefully embed the new instrument of the code into the existing system of German company law, both from a dogmatic as well as from a practical perspective. This way, German company law despite all developments remained a robust and coherent body of law.

In the United Kingdom, there was also a major legislative project in the field of company law around the turn of the century, namely the Company Law Review which a few years later would culminate in the Companies Act 2006. In this act, the conceptual orientation of UK company law on the position of shareholders, which had been developed historically, was maintained, albeit that the interests of other stakeholders also gained an explicit statutory basis through the notion of 'enlightened shareholder value'. For an important part, the specific standards regarding the relationship between boards and shareholders were left to rules of self-regulation such as the Listing Rules of the London Stock Exchange and the Cadbury Code and its successors. The phenomenon of regulation and enforcement through these instruments originated from the economic and social tradition within the UK financial sector of enforcement by and among the parties themselves through social institutions and intertwined social connections. UK institutional investors had traditionally played an important role in the process of drawing up and designing these rules. Hence, the position of shareholders within UK company law was relatively strong.

UK company law, in particular the Company Law Review and the Cadbury Code and its successors, has been very influential on the company law policy at the European and the Dutch national levels. For instance, the proposals of the High Level Group with regard to the basic principles for a new EU takeover directive were modelled after the UK example and the Tabaksblat Code was to a large extent based on the UK Combined Code, both in terms of setup as in terms of contents. Still, importing UK concepts meant that these instruments were detached from their own social origins. This meant that these instruments within the Dutch context produced different results. Nowadays, it seems as though self-regulation through codes may have reached its limits in terms of efficiency within the UK as well. As a result of a growing internationalisation of the shareholder base of UK listed companies and the corresponding decrease of influence of UK institutional investors, codes and the mostly informal sanctions for non-compliance therewith appear to have become less effective in terms of influencing actual conduct.

Compared to the Netherlands, Germany has adopted a more independent position towards developments at the EU level with respect to the development of its company law. Just as France, Germany maintained an independent industry

SUMMARY

policy and Germany also made an effort to have the proposed EU Takeover Directive substantially watered down with respect to the possibilities for German listed companies to defend themselves from unsolicited takeover bids. Also, Germany in the context of implementation of EU directives in the field of company law such as the EU Shareholder Rights Directive maintained the primacy of its own national laws and the ensuing statutory division of authorities between the various bodies of the company. With the benefit of hindsight, one may wonder whether the Netherlands with its policy efforts to bring about a 'level playing field' for cross border takeover bids and the resulting policy of non-intervention regarding takeover bids of Dutch listed companies such as ABN AMRO was maybe focused too much on the UK example and maybe paid too little attention to the situation in neighbouring countries such as Germany.

Further considerations, conclusions and recommendations (chapter 8)

The development of company law is not a linear process. It does not follow a predetermined plan, but is formed incrementally, every time on the basis of the circumstances and influences as they are at that particular point in time and chance is a big factor. The impact of specific developments cannot be predicted up front, but can only be assessed afterwards. For that reason alone, it would not be scientifically sound to extrapolate the developments which have occurred in the past to the future in the form of specific recommendations for changes to laws, regulations or otherwise. There are too many substantial uncertain factors in the environment in which listed companies operate such as the continuous geopolitical tensions with the EU and outside thereof and the more fundamental discussions on the social effects of the current system of market capitalism which have recently emerged, to make a useful prediction on future developments.

It is possible, however, to distil certain lessons for the future from this study with respect to the effects on Dutch company law of ideas from other academic fields such as law & economics and concepts from other legal system such as the system of the United Kingdom. In both cases, the context in which the relevant ideas and concepts were developed is important. In adopting ideas from other academic disciplines, there is a danger that they become disconnected from their original academic context, which means that one loses sight of the limitations concerning the application of the ideas and of qualifications regarding the underlying assumptions and that adjustments to the ideas within their original academic context which are made at a later date are not picked up. In importing concepts from other jurisdictions, one should acknowledge that it is possible that the same concepts engender different results because of changes in the underlying legal and social context. In both cases, use of such 'legal transplants' requires great care in understanding the underlying context of these ideas and concepts and to carefully go about embedding them in their new system.

In addition, based on this study certain perspectives can be identified which could play a role in the future development of company law for listed companies. This question is currently relevant in view of the legislative projects that have been announced in December 2016 concerning the modernisation of Dutch company law and the possible review of the relationships in listed companies among shareholders and between shareholders on the one hand and the boards on the other. In that sense, this study constitutes both an evaluation of the company law framework with respect to the position of shareholders in listed companies that was put in place through legislation, self-regulation and case law between 1999 and 2004 as well as a scoping study with a view to possible future changes in legislation and self-regulation. Especially since it has become apparent that the legal framework that was erected prior to 2004 in some respects produced different results in practice than the results that were originally envisaged, it is important for any future review to conduct a thorough up-front analysis – in line with directions nos. 7 and 9 of the Dutch Directions for Regulation – of the relevant facts and circumstances, of the aim of the proposed regulation, of the need for government intervention and the alternatives thereto (including self-regulation), of the expected efficiency of the regulation and of the possible side effects thereof.

Against the background of the fast changing market circumstances and the importance for the Dutch economy of a well-functioning legal infrastructure for companies, there is conceptually an interest in having a responsive company law. In view of the importance of legal certainty, the system of company law as a whole should be sufficiently robust to provide a solid and useful basis for all circumstances, whereas at the same time it should be sufficiently flexible in order to be able to adapt in a positive way to changing circumstances. In addition, company law should have a clear orientation on the target audience. Finally, company law, at least the company law for listed companies, needs to be positioned in a way that is aligned with the place and role of the Netherlands in international economic (trade) relationships.

The perspectives outlined above do not require legislation to be conducted only in the form of big and sweeping reform projects. On the contrary, there is a need for the ability to quickly process instrumental changes in provisions in the law which concern technical or logistical matters. At this moment, there appears to be a sort of antagonistic relationship between the legislature and practitioners. Eventually, politicians, academics and practitioners will need to come together in the process of legislation if any revision of Dutch company law – whether fundamental or instrumental in nature – is to be achieved. Answers to the question how Dutch company law should look like should primarily be developed through the political process as a resultant of a weighed consideration of differing views in society.

SUMMARY

The rise of the phenomenon of the foreign listed N.V. (e.g. international enterprises which are organised through an N.V., but whose shares are listed only on foreign exchanges) necessitates policy choices. Is Dutch company law for listed companies primarily aimed at facilitating and regulating purely Dutch listed companies, should it be more aimed at the attractive market of foreign listed companies or can it be aimed at both categories of listed companies at the same time? Also, the amount of Dutch listed companies and the cumulative economic activities performed by these companies have also changed over the past fifteen years. These changes prompt questions that should be taken into consideration in policy discussions on the Dutch economic model and the place and role of listed companies in that model. These choices relate to the overarching policy choices regarding the Dutch business climate, including choices with respect to the position and size of the financial sector and choices in fiscal policy. Again, these choices should be made through the political process. After all, they concern questions of how the Dutch economic arrangements should be structured from the perspective of international competition and thus indirectly questions on the Dutch economy's business model. It is a task for the Dutch political parties to develop and promote distinguishing views on the Dutch economic model – and thereby also on Dutch company law – in the current international relations.

Finally, the role of the state with respect to business needs to be a constant conversation topic in politics. At present, the policy discussions in this field are once again in full swing. A notable development concerns the occurrence of state intervention in the affairs of state enterprises. Recent examples of state interventions lend the impression that the state nowadays is pursuing an active approach to its role as shareholder in state enterprises. Other developments suggest that the state's approach with respect to large Dutch businesses has changed compared to the pre-crisis situation. In addition, the role of the state with respect to takeover bids for Dutch listed companies is once again a topic of discussion. Further to the unsolicited takeover bids that were made on PostNL, Unilever and AkzoNobel, a discussion ensued on whether possibilities should be created for state interventions in case of takeover bids on Dutch listed companies. For the time being, no end to this discussion is in sight.

If there is going to be an integral revision of Dutch company law for listed companies at any point, then at least one fundamental question regarding the position of shareholders seems inescapable: should the relationship between shareholders and listed companies be primarily regulated through financial supervision laws in which shareholders in terms of rights and entitlements would have to rely on their status of investor in financial instruments of issuers or should the current dual structure in which shareholders can both derive rights from financial

supervision law as well as company law be maintained? Even so, the more fundamental question is whether investors in shares issued by listed companies, who sometimes only hold the shares for an extremely short period of time or who have structured their investment through synthetic constructions, still be regarded as ‘shareholder’ in the classical sense of the word would still not be answered.

Regarding this point, the limitations of company law should also be acknowledged. In case law, the Enterprise Court in *Cryo Save* and the President of the The Hague District Court in *Boskalis/Fugro* have provided useful feeds for developing more specific standards of conduct on the basis of the general norms of reasonableness and fairness with regard to the exercise of shareholder rights. Specific and effective standards of review for conduct of shareholders that takes place outside the context of the exercise of formal shareholder rights, such as an activist shareholder waging a public campaign, have still not been developed. Moreover, a panacea for delivering the broadly desired mutual orientation of boards and shareholders on long term value creation does not seem to be available. Maybe a solution would be to just accept that conduct of shareholders cannot be regulated through company law and that regulation of the possible damaging side effects could not be better achieved through rules and regulations in the field of public law. At the same time, a possible revision of Dutch company law should also take into account what has been achieved in the unruly years between 1999 and 2004 and ever since. The *Cancon*-decision of the Dutch Supreme Court has effectively confirmed the notion of the ‘interest of the company’ and has anchored this notion as a fixture into the foreseeable future. All things considered, the edifice that the Dutch Supreme Court has erected with its decisions in *RNA*, *HBG*, *ABN AMRO* and *ASMI* appears to constitute a firm foundation for present and future (legal) developments. It is now up to company law practitioners to act on the lessons that can be drawn from this history.

Literatuurlijst

Opmerkingen ten aanzien van de gehanteerde citeerwijze:

- voor artikelen uit de tijdschriften *De N.V.* en *TVVS* (vanaf 1 januari 1999 samengegaan in *Ondernemingsrecht*) van voor 2004 is telkens een verwijzing naar de paginanummers in de betreffende jaargang van het blad opgenomen. Vanaf jaargang 2004 hanteert *Ondernemingsrecht* naast een paginanummering ook een nummering voor de afzonderlijke artikelen. Verwijzingen naar artikelen uit *Ondernemingsrecht* vanaf jaargang 2004 worden met het desbetreffende nummer aangeduid.
- voor verwijzingen naar artikelen uit buitenlandse tijdschriften, in het bijzonder de artikelen afkomstig uit Amerikaanse ‘journals’ en ‘law reviews’ is omwille van consistentie zoveel mogelijk aangesloten bij de citeerwijze van artikelen uit Nederlandse (juridische) tijdschriften. Dit betekent dat is afgeweken van de Amerikaanse standaard van ‘bluebooking’. Wel zijn bij de aanduidingen van de tijdschriften enkele gangbare afkortingen aangehouden (zoals ‘L.J.’ voor ‘Law Journal’ en ‘L.R.’ voor ‘Law Review’).

De in de hoofdtekst opgenomen verwijzingen naar officiële publicaties (voornamelijk kamerstukken) en artikelen in kranten en algemene tijdschriften zijn niet in deze literatuurlijst opgenomen.

Abma 2006

R. Abma, ‘Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends’, *TvOB* 2006, p. 169-177.

Abma 2007

R. Abma, ‘Het stemproces van institutionele beleggers’, in G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, preadviezen van de Vereniging Handelsrecht 2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 75-151.

Abma 2013

R. Abma, Naschrift bij reactie H.J. de Kluiver op het commentaar van R. Abma bij OK Cryo Save (*Ondernemingsrecht* 2013, 117), *Ondernemingsrecht* 2013, 128.

Abma 2015

R. Abma, ‘De uitwassen van ons flexibele vennootschapsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2015, 87.

LITERATUURLIJST

Abma 2016

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2016', *Ondernemingsrecht* 2016, 96.

Abma/Olaerts 2011

R. Abma & M. Olaerts, 'De effectiviteit van de 'comply or explain'-regel in Nederland', *TvOB* 2011, p. 103-114.

Abma et al. 2017

R. Abma, D.P. van Kleef, N. Lemmers & M. Olaerts, *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2017.

Albert 1993

M. Albert, *Capitalism versus Capitalism*, vertaling (origineel in het Frans: *Capitalisme contre capitalisme*) New York: Four Walls Eight Windows 1993.

Alchian/Demsetz 1972

A.A. Alchian & H. Demsetz, 'Production, Information Costs and Economic Organization', *American Economic Review* 1972, p. 777-795.

Armour/Skeel 2007

J. Armour & D.A. Skeel Jr. 'Who writes the rules for hostile takeovers and why? – the peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation', *Georgetown Law Journal* 2007, p. 1727-1794.

Arrow/Debreu 1954

K.J. Arrow & G. Debreu, 'Existence of an equilibrium for a competitive economy', *Econometrica* 1954, p. 265-290.

Asser/Maeijer/Kroeze 2015

Asser/Maeijer & Kroeze 2-I*, *De rechtspersoon*, 9e druk bewerkt door M.J. Kroeze, Deventer: Kluwer 2015.

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, *De naamloze en besloten vennootschap*, bewerkt door G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Deventer: Kluwer 2009.

Asser/Maeijer 2000

Asser/Maeijer 2-III, *Vertegenwoordiging en rechtspersoon: de naamloze en besloten vennootschap*, bewerkt door J.M.M. Maeijer, 2e druk, Deventer: Kluwer 2000.

Asser/Vranken 2005

Asser/Vranken ***, *Algemeen Deel (vervolg)*, Deventer: Kluwer 2005.

Assink 2005

B.F. Assink, 'Enige beschouwingen over Duitse ontwerpwetgeving, de Amerikaanse 'business judgment rule' en ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005, 131.

Assink 2006

B.F. Assink, 'De Mannesmann zaak: een verhaal over irrationeel gedrag, hoogmoed en de bijbehorende val', *Ondernemingsrecht* 2006, 50.

Assink 2009

B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur' in B.F. Assink & D.A.M.H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, preadviezen Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2009, p. 5-195.

Assink 2010

B.F. Assink, *De Januskop van het Ondernemingsrecht*, oratie Rotterdam 2010, Deventer: Kluwer 2010.

Assink 2012

B.F. Assink, 'The State of Dutch Corporate Law', *European Company Law* 2012, p. 263-266.

Assink 2013

B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, 9e druk, Deventer: Kluwer 2013.

Assink 2016a

B.F. Assink, 'Van vennootschappelijk belang (I)', *WPNR* 2016 (7111), p. 465-475.

Assink 2016b

B.F. Assink, 'Van vennootschappelijk belang (II, slot)', *WPNR* 2016 (7112), p. 491-499.

Assink 2016c

B.F. Assink, 'Innovatie en ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2016, 100.

LITERATUURLIJST

Augar 2000

P. Augar, *The death of gentlemanly capitalism: the rise and fall of London's investment banks*, London: Penguin Books 2001 (1e druk 2000).

Barkema/Moerland 1984

H.G. Barkema & P.W. Moerland, 'Naar een meer flexibele beloningsstructuur: een agency-theoretische benadering', *De N.V.* 1984, p. 168-173.

Barneveld 2014

J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, diss. UvA 2014, Van der Heijden-reeks nr. 120, Deventer: Kluwer 2014.

Bartman 2001a

S.M. Bartman, 'Ondernemingskamer toetst HBG beleid aan beginselen corporate governance', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 343-345.

Bartman 2001b

S.M. Bartman, 'Nader onderzoek in HBG-enquête', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 433-436.

Bartman 2002

S.M. Bartman, 'Eindbeschikking in de baggeroorlog: corporate governance en een 'Engelse notting'?', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 61-64.

Bartman 2003

S.M. Bartman, 'Laatste slag in baggeroorlog: beginselen van *corporate governance* geen basis voor consultatierecht AVA', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 229-231.

Bartman 2004

S.M. Bartman, 'De Code-Tabaksblat; een juridisch lichtgewicht', *Ondernemingsrecht* 2004, 41.

Bartman 2007

S.M. Bartman, 'De verweesde onderneming', *Ondernemingsrecht* 2007, 98.

Barton 2011

D. Barton, 'Capitalism for the Long Term', *Harvard Business Review* maart 2011, p. 85-91.

Battes/Elshout 2008

P. Battes & P. Elshout, *De val van ABN AMRO: een reconstructie in zes aktes*, Amsterdam: Business Contact 2008.

Baums 1999

Th. Baums, 'Corporate Governance in Germany: system and recent developments', Working Paper Universität Osnabrück 1999.

Baums/Fraune 1995

Th. Baums & C. Fraune, 'Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung', *AG* 1995, p. 97-112.

Becht/Boehmer 1999

M. Becht & E. Boehmer, 'Transparency and Ownership and Control in Germany', ECGN Working Paper ULB / Humboldt 1999, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>.

Becht/Franks/Mayer/Rossi 2009

M. Becht, J.R. Franks, C. Mayer & S. Rossi, 'Returns to shareholder activism', in W.W. Bratton & J.A. McCahery (reds.), *Institutional Investor Activism*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 223-260 (origineel gepubliceerd in *Review of Financial Studies* 2009).

Berendsen/Van Thiel 2007

S.J.H.M. Berendsen & S.C.M. van Thiel, 'De Nederlandse Corporate Governance Code: van leidraad naar norm?', *TOP* 2007, p. 335-339.

De Beurs/Raaijmakers G. 2011

S.F. de Beurs & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance 2010', *Ondernemingsrecht* 2011, 59.

Bezemer 2010

P.J. Bezemer, *Diffusion of Corporate Governance Beliefs: Board Independence and the Emergence of a Shareholder Value Orientation in the Netherlands*, diss. Rotterdam 2010, Rotterdam: ERIM PhD Series in Research in Management 2010, p. 125.

De Bie Leuveling Tjeenk 2011

J. de Bie Leuveling Tjeenk, 'De Corporate Governance Code als bron van ondernemingsrecht in enquêtezaken', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Van der Heijden-reeks nr. 110, Deventer: Kluwer 2011, p. 215-230.

Biemans/Spanjaard 2003

J.W.A. Biemans & S.J. Spanjaard, 'Verslag van het Ondernemingsrecht-congres "Moet het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling worden doorgezet?"', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 398-406.

LITERATUURLIJST

Bix 2004

B. Bix, *Jurisprudence: Theory and Context*, 3rd edition, Durham (N.C.): Carolina Academic Press 2004.jens.

Blanco Fernández 2009

J.M. Blanco Ferenández, 'Timmerman's grondslagen: reactie op de oratie', *Ondernemingsrecht* 2009, 5.

Bleich 2008

A. Bleich, *Joop den Uyl (1919-1987): dromer en doordouwer*, diss. UvA 2008, Amsterdam: Balans 2008.

Blinder 2013

A.S. Blinder, *After the Music Stopped: the financial crisis, the response and the work ahead*, New York: Penguin Press 2013.

Bloembergen 1943

E. Bloembergen, *De Naamlooze Vennootschap in een tijd van ordening*, diss. Utrecht 1943, Utrecht: H. de Vroede 1944.

Blommestein 2009

H.J. Blommestein, 'The financial crisis as a symbol of the failure of academic finance? (a methodological digression)', *Journal of Financial Transformation* 2009, p. 69-74.

Boehmer 1999

E. Boehmer, 'Corporate Governance in Germany: institutional background and empirical results', Working Paper december 1999, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Bolkestein 1994

F. Bolkestein, 'Het oog van de meester maakt het paard vet' in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 39-44.

Bolkestein 2004

F. Bolkestein, 'The EU Action Plan for Corporate Governance', voordracht gehouden op 24 juni 2004 te Berlijn, EC SPEECH/04/331.

Bolkestein 2005

F. Bolkestein, *Grensverkenningen: Dagboek van een Eurocommissaris*, Amsterdam: Bert Bakker 2005.

Bolt/Peeters 1998

W. Bolt & M. Peeters, 'Corporate Governance in the Netherlands' in M. Balling et al (reds.), *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, London: Kluwer Academic Publishers 1998, p. 89-110.

Bond/Edmans/Goldstein 2011

P. Bond, A. Edmans & I. Goldstein, 'The Real Effects of Financial Markets', ECGI Finance working paper no. 323/2011, december 2011, bron: <<http://www.ecgi.org>>.

Boonstra 2003

C. Boonstra, 'Zeggenschap aandeelhouders is de kern van goede corporate governance', voordracht gehouden op 14 augustus 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>.

Den Boogert 1988

M.W. den Boogert, 'Beursovername en beschermingsconstructies', in J.M.M. Maeijer et al (reds.), *Aandelen*, IVO-reeks nr. 5, Deventer: Kluwer 1988, opgenomen in *Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert*, IVO-reeks nr. 62, Deventer: Kluwer 2008, p. 25-43.

Den Boogert 1997

M.W. den Boogert, 'De orde van de vergadering', *De NV* 1997, p. 214-217.

Den Boogert 1998

M.W. den Boogert, 'Het wetsvoorstel beschermingsconstructies', in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 43-58.

Den Boogert 2003

M.W. den Boogert, 'Corporate Governance in een stroomversnelling', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 406-413.

Den Boogert 2005

M.W. den Boogert, 'De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris', *Ondernemingsrecht* 2005, 87.

Van der Boon et al. 2013

V. van der Boon et al., *De Val van SNS REAAL: het complete verhaal*, Amsterdam: Nieuw Amsterdam 2013.

LITERATUURLIJST

Boot 1999

A.W.A. Boot, 'Corporate Governance: hoe verder?', *MAB* 1999, p. 533-544.

Boot 2009

A.W.A. Boot, *De ontwortelde onderneming: ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, Assen: Kon. van Gorcum 2009.

Boot/Cools 2007

A.W.A. Boot & K. Cools, 'Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur', in S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, Amsterdam: KVS 2007, p. 15-55.

Boot/Wallage 2003

A.W.A. Boot & Ph. Wallage, 'Scherper kiezen kan code Tabaksblad tot een succes maken', *Financieele Dagblad* 21 augustus 2003.

Bootsma 2013

A.A. Bootsma, 'Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code: waarheen leidt de weg?', *Bb* 2013, p. 93-98.

Bootsma/Hijink 2014

A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, 'De beurs-NV in den vreemde: een perspectief op modernisering van het NV-recht', *Ondernemingsrecht* 2014, 15.

Bootsma/Hijink/In 't Veld 2015

A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship', *Ondernemingsrecht* 2015, 120.

Bootsma/Gruntfest/Hijink/In 't Veld 2015

A.A. Bootsma, A. Gruntfest, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen', onderzoeksrapport in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 4 september 2015, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>.

Bos 2010

W.J. Bos, 'De Derde Weg Voorbij', Den Uyl-lezing gehouden op 25 januari 2010, te raadplegen op <<http://www.wbs.nl>>.

Boschma/Schutte-Veenstra 2012

H.E. Boschma & J.N. Schutte-Veenstra, 'De tanden van het vennootschapsrecht; een eerste verkenning van het sanctie-arsenaal', *RM Themis* 2012, p. 51-73.

Boukema 1969

C.A. Boukema, 'Algemeen belang en ondernemingsbelang in het nieuwe ondernemingsrecht' in H.L. Bakels et al. (reds.), *Op de grenzen van komend recht, liber amicorum J.H. Beekhuis*, Deventer/Zwolle: Tjeenk Willink & Kluwer 1969, p. 53-65.

Bouwes 1991

M.Tj. Bouwes, *De 13e EG-Richtlijn: het openbare bod op aandelen*, NIBE-Bankjuridische reeks nr. 10, Amsterdam: NIBE 1991.

Brandt 2010

U. Brandt, 'Meldepflichten für aktienbasierte Instrumente: Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums (AnlegerStärkungsG)', *BKR* 2010, p. 270-275.

Bras 2006

M. Bras, 'Verslag vergadering Vereniging Corporate Litigation over verantwoordelijkheid van aandeelhouders ten opzichte van de vennootschap', *Ondernemingsrecht* 2006, 155.

Bratton/Vermeulen 2008

W.W. Bratton, J.A. McCahery & E.P.M. Vermeulen, 'How does corporate mobility affect lawmaking: a comparative analysis', *ECGI law working paper* nr. 91/2008, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.

De Brauw 2016

C.J.C. de Brauw, 'NV's met beursnotering buiten Nederland; een internationaal perspectief op het Nederlandse model', in G. van Solinge et al. (reds.), *Nederland, het Delaware van Europa?*, Van der Heijden-reeks nr. 135, Deventer: Kluwer 2016, p. 43-87.

Van den Brink 1984

J.R.M. van den Brink, *Zoeken naar een 'Heilstaat', opbouw, neergang en perspectief van de Nederlandse welvaartstaat*, Amsterdam: Elsevier 1984.

Bruining/De Jong 1989

J. Bruining & A.C. de Jong, 'Prestatieverbetering na management buy-out in het licht van de agency-theorie', *De N.V.* 1989, p. 229-235.

Brynjolfsson/McAfee 2014

E. Brynjolfsson & A. McAfee, *The Second Machine Age: work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies*, New York: W.W. Norton 2014.

LITERATUURLIJST

Buijn/Storm 2013

F.K. Buijn & P.M. Storm, *Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk*, Deventer: Kluwer 2013 (voorheen Sanders/Westbroek/Buijn/Storm).

Buijs 1995a

D.C. Buijs, 'Beginselakkoord Beurs-VEUO en de reactie daarop van de minister van Financiën', *TVVS* 1995, p. 157-159.

Buijs 1995b

D.C. Buijs, 'Commissie Betwiste Overnames; wel een compromis, maar geen oplossing. Fopspeen of dobbelsteen?', *TVVS* 1995, p. 301-304.

Buijs 1997

D.C. Buijs, 'Corporate Governance in Nederland: de niet uitgesproken aanbevelingen van de Commissie Peters', *TVVS* 1997, p. 299-303.

Buijs 2000

D.C. Buijs, 'Komt tijd, komt (Sociaal Economische) Raad?', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 65-66.

Buijs 2001

D.C. Buijs, 'Het SER-advies over de structuurregeling', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 116-121.

Buijs 2002

D.C. Buijs, 'De Gucci-procedures zijn geschikt. PPR biedt de andere Gucci-aandeelhouders een exit, al is het op termijn', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 21-22.

Buijs 2006

D.C. Buijs, 'Commissarissen: aandeelhoudertribunen of regenten', in M.J. Kroeze et al. (reds.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, liber amicorum H. Beckman, Deventer: Kluwer 2006, p. 117-127.

Buiter 2008

W.H. Buiter, 'Lessons from the global credit crisis for social democrats', Den Uyl-lezing van 15 december 2008, bron: <<http://www.whbuiter.com>>.

Bulten 2007

C.D.J. Bulten, 'Lessen uit Stork', *TOP* 2007, p. 142-145.

Bulten et al. 2008

C.D.J. Bulten, L.T.J.M. Hermans-Brand & C.J.H. Jansen, 'Het leven is goed: interview met prof. mr. J.M.M. Maeijer', in C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. Van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer*, Van der Heijden-reeks nr. 100, Deventer: Kluwer 2009, p. 25-34.

Bunz 2014

T. Bunz, 'Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism', *NZG* 2014, p. 1049-1053.

Burghof/Hunger 2003

P. Burghof & A. Hunger, 'Access to stock markets for small and medium growth firms: the temporary success and ultimate failure of Germany's *Neuer Markt*, Working Paper oktober 2003', te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Burrough/Helyar 1990

B. Burrough & J. Helyar, *Barbarians at the gate: the fall of RJR Nabisco*, 20th anniversary edition, London: Harper Business 2009 (1e druk 1990).

Buskermolen 1991

P.J.M. Buskermolen, 'Leveraged Buy-Outs: welvaartsscheppend of welvaartstransformerend?', *De N.V.* 1991, p. 42-48.

Calabresi 1961

G. Calabresi, 'Some Thoughts on Risk Distributions and the Law of Torts', *Yale L.J.* 1961, p. 499-553.

Calkoen 1994

W.J.L. Calkoen, 'Cadbury Report: begin van nieuwe normen voor Engelse Boardrooms', *TVVS* 1994, p. 261-265.

Calkoen 1996

W.J.L. Calkoen, 'De Commissie Corporate Governance 'Peters' zwengelt discussie aan.', *TVVS* 1995, p. 333-338.

Calkoen 2011

W.J.L. Calkoen, *The One Tier Board in the changing and converging world of corporate governance*, diss. Rotterdam 2011, IVO-reeks nr. 85, Deventer: Kluwer 2012.

Cancian 2003

V.A. Cancian, 'Corporate governance in Nederland 2002', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 52-54.

LITERATUURLIJST

Cassidy 2009

J. Cassidy, *How Markets Fail*, New York: Farrar, Straus & Giroux 2009.

Chavannes 2009

M. Chavannes, *Niemand regeert: de privatisering van de Nederlandse politiek*, Amsterdam: NRC Boeken 2009.

Cheffins 1999

B.R. Cheffins, 'Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter', working paper december 1999, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Cheffins 2000

B.R. Cheffins, 'Does Law Matter? – the separation of ownership and control in the United Kingdom', Working Paper september 2000, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>.

Cheffins 2010

B.R. Cheffins, 'The Stewardship Code's Achilles Heel', working paper juli 2010, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Cheffins 2012

B.R. Cheffins, 'The History of Corporate Governance', ECGI Law Working Paper no. 184/2012, januari 2012, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Cheffins 2013

B.R. Cheffins, 'The Undermining of UK Corporate Governance(?)', *ECGI law working paper* maart 2013, te raadplegen via <<http://www.ecgi.org>>.

Cheffins 2015

B.R. Cheffins, 'The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why?', *ECGI law working paper* mei 2015, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.

Coase 1937

R.H. Coase, 'The Nature of the Firm', *Economica* 1937, p. 386-405.

Coase 1960

R.H. Coase, 'The Problem of Social Cost', *Journal of Law & Economics* 1960, p. 1-44.

Coffee 2012

J.C. Coffee, 'The political economy of Dodd-Frank: why financial reform tends to be frustrated and systemic risks perpetuated', Columbia Center for Law & Economics Studies working paper no. 414, 9 januari 2012, bron: <<http://www.ssrn.com>>.

Cools 2005

K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter: over bestuurders en corporate governance*, Assen: Kon. van Gorcum 2005.

Cools/Kroeze/Geerts/Pijls 2009

K. Cools, M.J. Kroeze, P.G.F.A. Geerts & A.C.W. Pijls, *Het recht van enquête: een empirisch onderzoek*, IVO-reeks nr. 65, Deventer: Kluwer 2009.

Cromme 2002

G. Cromme, 'Endfassung Deutscher Corporate Governance Kodex', *NZG* 2002, p. 273-277.

Van Damme 2001

E. van Damme, 'Marktwerking vereist maatwerk', *Maandschrift Economie* 2001, p. 185-207.

Das 2004

M.Das, 'Geldt de Code?', *Ondernemingsrecht* 2004, 42.

Davies H. 2010

H. Davies, *The Financial Crisis: who is to blame?*, Cambridge: Polity Press 2010.

Davies P. 2001

P.L. Davies, 'Shareholder value: Company Law and Securities Markets Law – a British View', working paper januari 2001, te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>.

Davies P. 2015

P.L. Davies, 'Shareholders in the United Kingdom', ECGI law working paper (januari 2015), te raadplegen via <<http://www.ecgi.org>>.

Davies/Worthington 2012

P.L. Davies & S.E. Worthington, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, 9e editie, London: Sweet & Maxwell 2012.

LITERATUURLIJST

Denijs 1936

M.J. Denijs, *Het stemrecht in de Naamlooze Vennootschap naar Nederlandsch Recht*, diss. Rotterdam 1936, Amsterdam: H.J. Paris 1936.

Depuydt 2010

P. Depuydt, *De Kloof: hoe de breuk tussen Belgen en Nederlanders Fortis fataal werd*, Amsterdam: Prometheus 2010.

Derksen 1974

J.H. Derksen, 'Het verslag van de president van De Nederlandsche Bank over 1973', *De N.V.* 1974, p. 95-99.

Dignam 2007

A.J. Dignam, 'Lamenting Reform? The Changing Nature of Common Law Corporate Governance Regulation, working paper 2007', te raadplegen op <<http://www.ssrn.com>>.

Dijkhuizen 2016a

T.C.A. Dijkhuizen, 'Boskalis/Fugro: het agenderingsrecht verder uitgehoud?', *Bb* 2016, p. 1-9.

Dijkhuizen 2016b

T.C.A. Dijkhuizen, 'Het agenderingsrecht: toetssteen voor de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen?', in M. Holtzer, D. Strik & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Van der Heijden-reeks nr. 134, Deventer: Kluwer 2016, p. 177-198.

Dohmen/Hawranek 2015

F. Dohmen & D. Hawranek, 'Die Löwen-Nummer', *Der Spiegel* 2015, nr. 43 p. 70-80.

Donner 2003

J.P.H. Donner, 'Moet het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling worden doorgezet?', voordracht gehouden op 2 juli 2003, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 397-398.

Dortmond/Kroeze/Nowak 2010

P.J. Dortmond, M.J. Kroeze & R.G.J. Nowak, 'De aangenomen amendementen bij de wetsvoorstellen bestuur en toezicht, flexibilisering bv-recht, spreekrecht OR, uitvoeringswet aandeelhoudersrichtlijn en invoeringswet Titel 7.13 BW', *Ondernemingsrecht* 2010, 9.

Drijber 2015

B.J. Drijber, 'Das Auto und die Börse', *Ondernemingsrecht* 2015, 102.

Duk 1984

R.A.A. Duk, 'Enkele problemen in verband met de samenloop van geschillenregelingen in het medezeggenschapsrecht', in P. van Schilfgaarde (red.), *Geschillen in de onderneming*, IVO-reeks nr. 1, Deventer: Kluwer 1984, p. 51-69.

Dumoulin 2016

S.H.M.A. Dumoulin, 'Het voorstel voor een nieuwe Nederlandse Corporate Governance Code: visie en strategie', *Ondernemingsrecht* 2016, 69.

Dustmann et al. 2014

C. Dustmann, B. Fitzenberger, U. Schönberg & A. Spitz-Oener, 'From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy', *Journal of Economic Perspectives* 2014, p. 167-188.

Easterbrook 2009

F.H. Easterbrook, 'The Race for the Bottom in Corporate Governance', *Virginia L.R.* 2009, p. 685-706.

Easterbrook/Fischel 1981

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Takeover Offer', *Harvard L.R.* 1981, p. 1161-1204.

Easterbrook/Fischel 1982

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Corporate Control Transactions', *Yale L.J.* 1982, p. 698-737.

Easterbrook/Fischel 1983

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Voting in Corporate Law', *Journal of Law & Economics* 1983, p. 395-427.

Easterbrook/Fischel 1984

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Mandatory Disclosure and the Protection of Investors', *Virginia L.R.* 1984, p. 669-715.

Easterbrook/Fischel 1985

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Limited Liability and the Corporation', *University of Chicago L.R.* 1985, p. 89-117.

LITERATUURLIJST

Easterbrook/Fischel 1989

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'The Corporate Contract', *Columbia L.R.* 1989, p. 1416-1448.

Easterbrook/Fischel 1991

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 1991.

Eidenmüller 2007

H. Eidenmüller, 'Regulierung von Finanzinvestoren', *DStR* 2007, p. 2116-2121.

Eijffinger/Koedijk 2007

S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, 'Private equity en aandeelhoudersactivisme: een inleiding' in S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde 2007, Amsterdam: KVS 2007, p. 1-9.

Eijgenhuijsen/Oudejans/Rietkerk 1987

H.G. Eijgenhuijsen, J.G.J.F. Oudejans & G. Rietkerk, 'Aandelenopties voor management en personeel sterk in opkomst', *De N.V.* 1987, p. 1-16.

Eisenberg 1989

M.A. Eisenberg, 'The Structure of Corporation Law', *Columbia Law Review* 1989, p. 1461-1525.

El-Erian 2008

M.A. El-Erian, *When Markets Collide: investment strategies for the age of global economic change*, New York: McGraw Hill 2008.

Ellis 2008

C.D. Ellis, *The Partnership: the making of Goldman Sachs*, New York: Penguin Press 2008, p. 320-372.

Van der Elst/Vermeulen 2007

C.F. van der Elst & E.P.M. Vermeulen, 'Venootschapsrecht' in W.C.T. Weterings et al (reds.), *De economische analyse van het recht*, Den Haag: Boom 2007, p. 157-180.

Van der Elst/Vermeulen 2011

C.F. van der Elst & E.P.M. Vermeulen, 'Corporate Governance 2.0: assessing the Corporate Governance Green Paper of the European Commission', *European Company Law* 2011, p. 165-174.

Van der Elst/De Jong/Raaijmakers Th. 2007

C.F. van der Elst, A. de Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, 'Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen', onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur van 24 oktober 2007, gepubliceerd als bijlage bij het SER-advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur van 15 februari 2008 (08/01A)

Van der Ende/Van der Krans 2013

J. van der Ende & A. van der Krans, 'Aandeelhouders: van 'flitskapitaal' naar 'geduldig kapitaal'', *O&F* 2013, p. 41-51.

Enriques/Volpin 2007

L. Enriques & P. Volpin, 'Corporate Governance Reforms in Continental Europe', *Journal of Economic Perspectives* 2007, p.117-140.

Van Ewijk/Teulings 2009

C. van Ewijk & C. Teulings, *De Grote Recessie: het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Balans 2009.

Fama 1970

E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance* 1970, p. 383-417.

Fama et al. 1969

E.F. Fama, L. Fisher, M.C. Jensen & R. Roll, 'The Adjustment of Stock Prices to New Information', *International Economic Review* 1969, p. 1-21, tevens te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Fama/Jensen 1983a

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Separation of Ownership and Control', *Journal of Law & Economics* 1983, p. 301-325.

Fama/Jensen 1983b

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Agency Costs and Residual Claims', *Journal of Law & Economics* 1983, p. 327-349.

Faure 2011

M.G. Faure, 'Law and Economics: belang voor het privaatrecht', *WPNR* 2011 (6912), p. 1056-1064.

Fawcett 2014

E. Fawcett, *Liberalism: the life of an idea*, Princeton: Princeton University Press 2014.

LITERATUURLIJST

Fennema/Heemskerk 2008

M. Fennema & E.M. Heemskerk, *Nieuwe netwerken, de elite en de ondergang van de nv Nederland*, Amsterdam: Bert Bakker 2008.

Ferguson 2008

N.C.D. Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, London: Allen Lane 2008.

Ferguson 2010

N.C.D. Ferguson, *High Financier: the life and times of Siegmund Warburg*, London: Allen Lane 2010.

Ferran 2010

E. Ferran, 'The Break-up of the Financial Services Authority', working paper november 2010, te raadplegen op <<http://www.ssm.com>>.

Fey 1995

G. Fey, 'Corporate Governance: Unternehmensüberwachung bei deutsche Aktiengesellschaften', *DStR* 1995, p. 1320-1327.

Feyerabend 1975

P.K. Feyerabend, *Against Method*, London: Verso Editions 1978 (1^e druk 1975).

Fleischer 2004a

H. Fleischer, 'Legal Transplants im deutschen Aktienrecht', *NZG* 2004, p. 1129-1137.

Fleischer 2004b

H. Fleischer, 'Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: Von "Holzmüller" zu "Gelatine"', *NJW* 2004, p. 2335-2339.

Fleischer/Schmolke 2009

H. Fleischer & K.U. Schmolke, 'Das Anschleichen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft- Überlegungen zur Beteiligungstransparenz de lege lata und de lege ferenda', *NZG* 2009, p. 401-409.

Fortson 2006

D. Fortson, 'The day Big Bang blasted the Old Boys into oblivion', *The Independent*, 29 oktober 2006.

Fox 2009

J. Fox, *The Myth of the Rational Market*, New York: Harper Business 2009.

Fox/Lorsch 2012

J. Fox & J. Lorsch, 'What good are shareholders?', *Harvard Business Review* juli-augustus 2012, p. 48-57.

Franks/Mayer 2000

J.R. Franks & C. Mayer, 'Ownership and control of German corporations', *Review of Financial Studies* 2001, p. 943-977, beschikbaar als CEPR discussion paper (versie september 2000) op <<http://www.ssrn.com>>.

Franks/Mayer/Rossi 2006

J.R. Franks, C. Mayer & S. Rossi, 'Ownership: Evolution and Regulation', working paper november 2006, te raadplegen via: <<http://www.ssrn.com>>.

Franx 1996a

J.K. Franx, 'Wetsontwerp beschermingsmaatregelen VEUO-Beurs (VvdE): geen strijd met art. 6 lid 1 EVRM', *De N.V.* 1996, p. 48-50 (met naschrift M.M. Mendel).

Franx 1996b

J.K. Franx, 'Dupliek Voorontwerp VEUO-Beurs (VvdE)', *De N.V.* 1996, p. 123-124 (met naschrift M.M. Mendel).

Frentrop 1995

P.M.L. Frentrop, 'Corporate Governance: Snijvlak van Paradigma's', *De N.V.* 1995, p. 252-256.

Frentrop 1996

P.M.L. Frentrop, 'Meer invloed voor aandeelhouders? Waar staat dat?', *De N.V.* 1996, p. 301-305.

Frentrop 1999

P.M.L. Frentrop, 'Convergentie in corporate governance: verslag van een congres voor juristen en economen', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 423-424.

Frentrop 2000

P.M.L. Frentrop, *Corporate en andere Governance*, Amsterdam: Bert Bakker 2000.

Frentrop 2003

P.M.L. Frentrop, 'Stemplicht voor institutionele beleggers', *Financieele Dagblad* 26 juli 2003.

LITERATUURLIJST

Frentrop 2012

P.M.L. Frentrop, *Andermans Geld: over de korte termijn geneigdheid van institutionele beleggers*, oratie Nyenrode 2012, bron: <<http://www.nyenrode.nl>>.

Friedman 1953

M. Friedman, 'The Methodology of Positive Economics', in M. Friedman (ed.), *Essays In Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press 1962 (1e druk 1953), p. 3-43.

Friedman 1962

M. Friedman, *Capitalism and Freedom*, Fortieth Anniversary Edition, Chicago: University of Chicago Press 2002 (1e druk 1962).

Frijns/Maatman 2007

J.M.G. Frijns & R.H. Maatman, 'Private equity en governance vraagstukken' in S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk, *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007, Amsterdam: KVS 2007, p. 61-109.

Fruin 1936

J.A. Fruin, *De Nederlandsche Wetboeken*, bewerkt door Th.A. Fruin, Den Haag: Martinus Nijhoff 1936.

Fukuyama 1989

Y.F. Fukuyama, 'The End of History?', *The National Interest*, zomer 1989, opgenomen in P. O'Meara, H.D. Mehlinger & M. Krain (reds.), *Globalization and the Challenges of a New Century: a Reader*, Bloomington: Indiana University Press 2000, p. 161-180.

Gaddis 2011

John Lewis Gaddis, *George F. Kennan, an American life*, London: Penguin Books 2012 (1e druk 2011).

Galbraith 1958

J.K. Galbraith, *The Affluent Society*, 40th Anniversary Edition, London: Penguin Books 1998 (1e druk 1958).

Galbraith 1967

J.K. Galbraith, *The New Industrial State*, Princeton: Princeton University Press 2007 (1e druk 1967).

Galle 2012

J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, diss. EUR 2012, IVO-reeks nr. 86, Deventer: Kluwer 2012.

Gepken-Jager et al. 2005

E.E. Gepken-Jager, G. van Solinge & L. Timmerman (reds.), *VOC 1602-2002: 400 years of Company Law*, Deventer: Kluwer 2005.

Van Gestel/Hertogh 2006

R.A.J. van Gestel & M.L.M. Hertogh, 'Wat is regeldruk? – een verkennende internationale literatuurstudie', onderzoeksrapport in opdracht van het WODC, juni 2006, bijlage bij *Kamerstukken II*, 2006/07, 29 279, nr. 40.

Giddens 1998

A. Giddens, *The Third Way: the Renewal of Social Democracy*, Cambridge: Polity 1998.

Van Ginneken 1998

M.J. van Ginneken, 'Proxy solicitation voor en door aandeelhouders', *De N.V.* 1998, p. 134-141.

Van Ginneken 1999a

M.J. van Ginneken, 'Monitoring Corporate Governance in Nederland', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 13-16.

Van Ginneken 1999b

M.J. van Ginneken, 'De registratiedatum in Nederland', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 404-410.

Van Ginneken 2001a

M.J. van Ginneken, 'De OESO Corporate Governance Beginselen door aandeelhouders gezien', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 157-163.

Van Ginneken 2001b

M.J. van Ginneken, 'Het congres 'Het SER-advies over de structuurregeling en corporate governance'', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 239-242.

Van Ginneken 2006

M.J. van Ginneken, 'Vijandige overnames en het vennootschappelijk belang', *Ondernemingsrecht* 2006, 171, p. 527-528.

LITERATUURLIJST

Van Ginneken 2010

M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames*, diss. UvA 2010, IVO-reeks nr. 74, Deventer: Kluwer 2010.

Van Ginneken 2011

M.J. van Ginneken, 'Het Groenboek Corporate Governance', *Ondernemingsrecht* 2011, 81.

Van Ginneken/Timmerman 2011

M.J. van Ginneken & L. Timmerman, 'De betekenis van het evenredigheidsbeginsel voor het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011, 123.

Van der Goot 1995

L.R.T. van der Goot, 'De prijs van beschermingsconstructies', *De N.V.* 1995, p. 134-139.

Gordon 2004

J.N. Gordon, 'An American Perspective on Anti-Takeover Laws in the EU: the German Example', in G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter & E. Wymeersch (reds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford: Oxford University Press 2004, p. 541-559.

Gray 2007a

J. Gray, 'Tony Blair, neo-con' (2007) in *Gray's Anatomy: Selected Writings*, London: Allen Lane 2009, p. 172-181.

Gray 2007b

J. Gray, 'Margaret Thatcher and the euthanasia of Conservatism' (2007) in *Gray's Anatomy: Selected Writings*, London: Allen Lane 2009, p. 182-188.

Grechenig/Gelter 2007

K. Grechenig & M. Gelter, 'The Transatlantic Divergence in Legal Thought: American Law and Economics vs. German Doctrinalism', working paper december 2007, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Van der Grinten 1949

W.C.L. van der Grinten, 'Uitgifte van nieuwe aandelen en voorkeursrecht', *De N.V.* 1949, p. 121-124.

Van der Grinten 1951a

W.C.L. van der Grinten, *De structuur der naamloze vennootschap*, intreedede Tilburg 1951, Tilburg: Bergmans 1951 in C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Van der Heijden-reeks nr. 77, Deventer: Kluwer 2004, p. 323-339.

Van der Grinten 1951b

W.C.L. van der Grinten, 'Bestuursmacht en bestuursbevoegdheid', *De N.V.* 1951/52, p. 101-105.

Van der Grinten 1952

W.C.L. van der Grinten, 'Het belang van de N.V.', *De N.V.* 1952/53, p. 85-88, in C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Van der Heijden-reeks nr. 77, Deventer: Kluwer 2004, p. 341-348.

Van der Grinten 1953

W.C.L. van der Grinten, 'Is het wenselijk voor de zogenaamde besloten naamloze vennootschap in de civielrechtelijke wetgeving bijzondere voorzieningen te treffen, al dan niet met invoering van een afzonderlijke rechtsvorm?', preadvies Nederlandse Juristen Vereniging, Zwolle: Tjeenk Willink 1953, p. 43-101.

Van der Grinten 1954

W.C.L. van der Grinten, 'Het Ontwerp-Meijers en de N.V.', *De N.V.* 1954/55, p. 116-121.

Van der Grinten 1959

W.C.L. van der Grinten, 'Herziening van het vennootschapsrecht?', *De N.V.* 1959/60, p. 101-108.

Van der Grinten 1963

W.C.L. van der Grinten, 'De organisatie van de N.V.', *De N.V.* 1962/63, p. 184-186.

Van der Grinten 1984

W.C.L. van der Grinten, 'De positie van de Ondernemingskamer in het systeem van de rechtspleging', in P. van Schilfgaarde (red.), *Geschillen in de onderneming*, IVO-reeks nr. 1, Deventer: Kluwer 1984, p. 93-106.

De Groot 2001

C. de Groot, 'Corporate governance in het enquêterecht', *O&F* 2001, p. 106-114.

Groot 2003

J. Groot, 'De pakketvergoeding beschenken met het licht van benefits of control en agency problemen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 518-526.

LITERATUURLIJST

Gros et al. 2004

D. Gros, Th. Mayer & A. Ubide, 'The Nine Lives of the Stability Pact', special report van het Centre for European Policy Studies 2004, te raadplegen op <<https://www.ceps.eu>>.

GroßKomm AktG 2003

K.J. Hopt & H. Wiedemann (reds.), *Großkommentar AktG*, 4e Druk: Berlin: De Gruyter 2003.

Grundmann – van de Krol 2005

C.M. Grundmann – van de Krol, 'Beleggersbescherming: van vertrouwen op informatie, de goede zorgen van tussenpersonen tot vertrouwen op toezicht', *Ondernemingsrecht* 2005, 39.

Grundmann – van de Krol 2010

C.M. Grundmann – van de Krol, *Koersen in de mist: op weg naar transparante wetgeving*, afscheidsrede RU 2010, Den Haag: Boom 2010.

Grundmann – van de Krol 2012

C.M. Grundmann – van de Krol (m.m.v. J.B.S. Hijink), *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 4e druk, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012.

Habersack/Verse 2011

M. Habersack & D.A. Verse, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 4e druk, München: C.H. Beck 2011.

Haldane 2015

A.G. Haldane, 'Who owns a company', speech gehouden tijdens de University of Edinburgh Corporate Finance Conference op 22 mei 2015, te raadplegen via <<http://www.bankofengland.co.uk/publications>>.

Hammerstein 2012

A. Hammerstein, 'Het evenredigheidsbeginsel als leidraad', *Ondernemingsrecht* 2011, 122.

Handboek Van der Heijden 1931

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamlooze Vennootschap naar Nederlandsch recht*, 2e druk, Zwolle: Tjeenk Willink 1931.

Handboek Van der Grinten 1946

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamlooze Vennootschap*, 4e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: Tjeenk Willink 1946.

Handboek Van der Grinten 1955

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamlooze Vennootschap*, 6e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: Tjeenk Willink 1955.

Handboek Van der Grinten 1962

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamlooze Vennootschap*, 7e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: Tjeenk Willink 1962.

Handboek Dortmund 2013

E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, 13e druk, bewerkt door P.J. Dortmund, Deventer: Kluwer 2013.

Handbuch börsennotierte AG 2014

R. Marsch-Barner & F.A. Schäfer (reds.), *Handbuch börsennotierte AG*, 3e druk, Köln: Otto Schmidt Verlag 2014.

Handbuch des Vorstandsrechts 2006

H. Fleischer (red.), *Handbuch des Vorstandsrechts*, München: C.H. Beck 2006.

Hansmann/Kraakman 2000

H. Hansmann & R. Kraakman, 'The End of History for Corporate Law', *Georgetown Law Journal* 2001, 89 (2), p. 439-468, working paper januari 2000 (Yale Law School Law & Economics Working Paper No. 235, NYU Law & Economics Working Paper No. 013, Harvard Law School Discussion Paper No. 280, Yale SOM Working Paper No. ICF-00-09) te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Hansmann/Kraakman 2009

H. Hansmann & R.R. Kraakman, 'Agency Problems and Legal Strategies', in R.R. Kraakman et al (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, 2e druk, Oxford: Oxford University Press 2009, p. 35-53.

Hansmann/Kraakman 2011

H. Hansmann & R. Kraakman, 'Reflections On the End of History for Corporate Law', in A. Rasheed & T. Yoshikawa (reds.), *Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, London: Palgrave-MacMillan 2012, ook beschikbaar als working paper (augustus 2011), te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

LITERATUURLIJST

Harcourt 2011

B.E. Harcourt, *The Illusion of Free Markets*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2011.

Hayek 1944

F.A. Hayek, *The Road to Serfdom*, London: Routledge 2010 (1e druk 1944).

Hayek 1961

F.A. Hayek, *The Constitution of Liberty*, Chicago: University of Chicago Press 2009 (1e druk 1961).

Hayek 1973

F.A. Hayek, *Rules and Order*, London: Routledge & Kegan Paul 1973, opgenomen in F.A. Hayek, *Law, Legislation and Liberty: a new statement of the liberal principles of justice and political economy*, London: Routledge & Kegan Paul 1982.

Heertje 1974

A. Heertje, 'Economische en sociale aspecten van de energie-crisis', *De N.V.* 1974, p. 1-3.

Van der Heijden 1919

E.J.J. van der Heijden, 'De definitie der Naamlooze Vennootschap', *R.M.* 1919, p. 309-334, in C.J.H. Jansen & G. van Solinge, *Verspreide geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Van der Heijden-reeks nr. 67, Deventer: Kluwer 2001, p. 27-42.

Van der Heijden/Volmer 1922

E.J.J. van der Heijden & J.G.C. Volmer, 'Ter Inleiding', *De N.V.* I (1922/23), p. 1-2 in C.J.H. Jansen & G. van Solinge, *Verspreide geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Van der Heijden-reeks nr. 67, Deventer: Kluwer 2001, p. 43-44.

Hijink 2005

J.B.S. Hijink, 'Verslag van 'The European Corporate Governance Conference'', *Ondernemingsrecht* 2005, 95.

Hijink 2010

J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen*, diss. UvA 2010, IVO-reeks nr. 74, Deventer: Kluwer 2010.

Hijmans van den Bergh 1954

L.J. Hijmans van den Bergh, 'Het Ontwerp-Meijers en de Vereniging', *De N.V.* 1954/55, p. 106-110.

Van den Hoek 1992

P.C. van den Hoek, 'De toekomst van de structuurregeling', *TVVS* 1992, p. 275-280.

Van den Hoek 1994

P.C. van den Hoek, 'Nawoord' in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 63-67.

Van den Hoek 1998

P.C. van den Hoek, 'De functie van de algemene vergadering', in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 1-18.

Holtzer 2007

M. Holtzer, 'One for the money, two for the show', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Van der Heijden-reeks nr. 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 1-7.

Holzborn/Bunnemann 2005

T. Holzborn & J. Bunnemann, 'Änderungen im AktG durch den Regierungsentwurf für das UMAG', *BKR* 2005, p. 51-58.

Holzborn/Foelsch 2003

T. Holzborn & M.E. Foelsch, 'Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick', *NJW* 2003, p. 932-940.

Hondius 2014

E.H. Hondius, 'Het onovertroffen Duitse privaatrecht', *AAe* 2014, p. 551-557.

Honée 1991a

H.J.M.N. Honée, 'Beschermingsconstructies: Brusselse ondoordachtheid, Hollandse halsstarrigheid', *De N.V.* 1991, p. 151-156 (lezing Van der Grintenkring Nijmegen, 18 maart 1991), opgenomen in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 69-81.

LITERATUURLIJST

Honée 1991b

H.J.M.N. Honée, 'Bescherming mag aandeelhouder niet blijvend beknotten', interview *Financieele Dagblad* 31 oktober 1991, opgenomen in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 310.

Honée 1996

H.J.M.N. Honée, 'Commissarissen, gezanten uit niemandsland?', oratie Rotterdam 1996, opgenomen in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 83-101.

Honée et al. 1995

H.J.M.N. Honée et al. (reds.), 'Themanummer Corporate Governance: voorwoord', *De N.V.* 1995, p. 241.

Honée et al. 1996

H.J.M.N. Honée et al. (reds.), 'Themanummer Corporate Governance in Nederland: ter inleiding', *De N.V.* 1996, p. 295-296.

Honée/Timmerman/Nethe 2000

H.J.M.N. Honée & L. Timmerman m.m.v. M.Y. Nethe, *Rapport inzake de toepassing van de structuurregeling; zeggenschapsverhoudingen in Nederlandse beursvennootschappen*, rapport in opdracht van het Ministerie van Financiën, februari 2000.

Hopt 1994

K.J. Hopt, 'Labor representation on corporate boards; Impacts and problems for corporate governance and economic integration in Europe', *Int'l Rev. of Law & Economics* 1994, p. 389-441.

Hopt 2010

K.J. Hopt, 'The European Company Law Action Plan Revisited: an Introduction', ECGI Working Paper Series in Law No. 140/2010, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Hopt 2013

Zie K.J. Hopt, *Europäisches Übernahmerecht: eine rechtsvergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Untersuchung*, Tübingen: Mohr Siebeck 2013.

Houwing & Haardt 1950

Ph.A.N. Houwing & W.L. Haardt, *Vennootschapsrecht en medezeggenschap*, preadviezen Vereniging Handelsrecht 1950, Zwolle: Tjeenk Willink 1950.

Hüffer/Koch 2016

U. Hüffer, *Aktiengesetz*, Beck'sche kurz Kommentare nr. 53, twaalfde druk, bewerkt door J. Koch, München: C.H. Beck 2016.

Huizink 1989

J.B. Huizink, *Bestuurders van rechtspersonen*, diss. RUG 1989, IVO-reeks nr. 7, Deventer: Kluwer 1989.

Huizink 2013

J.B. Huizink, 'Het belang van de vennootschap en daarmee verbonden onderneming: te ver doorgeschoten?', *WPNR* 2013 (6982), p. 535-537.

Van Hulst/Boer 2013

H.A. van Hulst & M.R.W. Boer, 'Cryo Save – de responstijd in de praktijk', *V&O* 2013, p. 219-222.

Hutton 2015

W. Hutton, *How Good We Can Be*, London: Little, Brown 2015.

Van den Ingh 2001

F.J.P. van den Ingh, 'Requiem voor de structuurregeling', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 226-228.

Van den Ingh 2002

F.J.P. van den Ingh, 'Stemrecht voor certificaathouders in beursgenoteerde vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 82-87.

Jansen/Van Solinge 2001

C.J.H. Jansen & G. van Solinge, 'Egidius Johannes Josephus van der Heijden', in C.J.H. Jansen & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Van der Heijden-reeks nr. 67, Deventer: Kluwer 2001, p. xiii-xxviii.

Janssen 2011

R. Janssen, *Wellink aan het woord*, Amsterdam: Bezige Bij 2011.

Jensen 1986

M.C. Jensen, 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *American Economic Review* 1986, p. 323-329.

Jensen 2001

M.C. Jensen, 'Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function', *Journal of Applied Corporate Finance* 2001, no. 3, p. 8-21.

LITERATUURLIJST

Jensen/Meckling 1976

M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics* 1976, p. 305-360 in M.C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2000, p. 83-135.

De Jong A. et al. 1999

A. de Jong, D.V. DeJong, G. Mertens & C.E. Wasley, 'The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence and Implications from the Netherlands', working paper van 9 januari 2004 (1e versie oktober 1999), gepubliceerd in het *Journal of Corporate Finance* 2005 (11), p. 473-503, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

De Jong A. et al. 2000

A. de Jong, P.W. Moerland en Th.E. Nijman, 'Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties', *ESB* 2000, p. 368-371.

De Jong A. et al. 2003

A. de Jong & P.G.J. Rooseboom, 'De Achilleshiel van Tabaksblat', *ESB* 2003, p. 392-393.

De Jong A. et al. 2005a

A. de Jong, G. Mertens & P.G.J. Roosenboom, 'Hoe actief zijn aandeelhouders in Nederland? Een empirische analyse van opkomst en stemgedrag', *MAB* 2005, p. 97-107.

De Jong A. et al. 2005b

A. de Jong, D.V. DeJong, G. Mertens & P. Roosenboom, 'Royal Ahold: a failure of corporate governance and an accounting scandal', ECGI Finance Working Paper nr. 67/2005, CentER working paper 2005-57, bron: <<http://www.ssrn.com>>.

De Jong A. et al. 2007

A. de Jong, P.J.G. Rooseboom, M.J.C.M. Verbeek & P. Verwijmeren, Hedgefondsen en Private Equity in Nederland, onderzoeksrapport RSM Erasmus University, opgesteld in opdracht van het Ministerie van Financiën, 31 oktober 2007, *Kamerstukken II*, 2007/08, 31 083, nr. 5 (bijlage).

De Jong B. 2010

B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, diss. Nijmegen 2010, Van der Heijden-reeks nr. 103, Deventer: Kluwer 2010.

De Jong B./Verbrugh 2011

B.J. de Jong & M.A. Verbrugh, 'De toekomst van het Europese ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011, 75.

De Jongh 2007a

J.M. de Jongh, 'Gij zult splitsen: instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2007, 11.

De Jongh 2007b

J.M. de Jongh, 'Primaat van het bestuur bevestigd', *Bb* 2007, p. 175-182.

De Jongh 2009

J.M. de Jongh, 'Aandeelhoudersactivisten avant la lettre: de dolerende participanten van de VOC' in M.J.A. Duker, L.J.A. Pieterse & A.P.J. Schild (reds.), *WelBeraden: beschouwingen over de rechtsontwikkelingen in de rechtspraak van de Hoge Raad der Nederlanden*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2009, p. 247-271.

De Jongh 2011

J.M. de Jongh, 'Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur', *Ondernemingsrecht* 2011, 124.

De Jongh 2012

J.M. de Jongh, 'Oligarchie in thema en variaties' in P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie Onderneming en Recht nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 3-34.

De Jongh 2014

J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas: de beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief*, diss. Rotterdam 2014, IVO-reeks nr. 94, Deventer: Kluwer 2014.

De Jongh 2015

J.M. de Jongh, 'Privatisering, bescherming en algemeen belang', *WPNR* 2015 (7048), p. 118-124.

Josephus Jitta 2002

M.W. Josephus Jitta, 'Schuitje varen, theetje drinken, varen wij door het polderland', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 74-82.

Josephus Jitta 2003

M.W. Josephus Jitta, 'Criterium voor de geoorloofdheid van beschermingsmaatregel', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 348-351.

LITERATUURLIJST

Josephus Jitta 2011

M.W. Josephus Jitta, 'Het wetsvoorstel tot wijziging van het enquêterecht', *Ondernemingsrecht* 2011, 105.

Josephus Jitta/Van der Klip 2008

M.W. Josephus Jitta & B.R. van der Klip, 'De rol van het bestuur en de raad van commissarissen bij een openbaar bod' in M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (reds.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie O&R nr. 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 299-340.

Judt 2005

T. Judt, *Postwar, a history of Europe since 1945*, London: William Heinemann 2005.

Kaemingk 2005

H.L. Kaemingk, 'Private Equity en haar plaats in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005, 201.

Kaemingk 2008

H.L. Kaemingk, 'Private equity in/na de kredietcrisis', *Ondernemingsrecht* 2008, 108.

Kaemingk 2012

H.L. Kaemingk, 'Aandeelhouderswaarde als ondernemingsstrategie?', in P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie Onderneming en Recht nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 477-512.

Kalma 1988

P. Kalma, *Socialisme op sterk water: veertien stellingen*, Deventer: Van Lochem Slaterus 1988.

Kalma 2012

P. Kalma, 'De politieke erfenis van Joop den Uyl', Den Uyl-lezing 2012, bron: <<http://www.wbs.nl>>.

Kalse/van Lent 2011

E. Kalse & D. van Lent, *Het Rampscenario: waarom een nieuwe crash onvermijdelijk is*, Amsterdam: Prometheus 2011.

Kamphuisen 1948

P.W. Kamphuisen, 'De rechtsverhouding tussen directeur en N.V.', *De N.V.* 1947/48, p. 181-186.

Kamphuisen 1953

P.W. Kamphuisen, 'Het oligarchisch karakter der naamlooze vennootschap', *De N.V.* 1952/53, p. 199-202.

De Kat 1932

O.B.W. de Kat, *Effectenbeheer; rechtskundig, economisch en administratief handboek*, 3e druk, Haarlem: Bohn 1932.

Kay 2004

J. Kay, *The truth about markets*, 2e druk, London: Penguin Books 2004.

Kay 2012a

J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making – Interim Report*, onderzoeksrapport in opdracht van de Britse regering, Department of Business, Innovation and Skills, februari 2012, bron: <<https://www.gov.uk>>.

Kay 2012b

J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making – Final Report*, onderzoeksrapport in opdracht van de Britse regering, Department of Business, Innovation and Skills, juli 2012, bron: <<https://www.gov.uk>>.

Kay 2015

J. Kay, *Other People's Money*, London: Profile Books 2015.

Keller 1997

B. Keller, 'Änderungen der Überwachung in Kapitalgesellschaften – Der Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich', *DStR* 1997, p. 1986-1992.

Kemp 2015

B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering*, diss. Maastricht 2015, Van der Heijden-reeks nr. 129, Deventer: Kluwer 2015.

Kemperink 2002a

G.N.H. Kemperink, 'Eindbeschikking in Rodamco NA / Westfield', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 214-219.

Kemperink 2002b

G.N.H. Kemperink, 'Enquêterecht en overnamegeschillen', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 236-243.

LITERATUURLIJST

Kemperink 2007

G.N.H. Kemperink, 'De rol van de raad van commissarissen bij opsplitsings-scenario's in het licht van de Stork-beschikking', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Van der Heijden-reeks nr. 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 109-125.

Kemperink 2013

G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, diss. Rotterdam 2013, IVO-reeks nr. 92, Deventer: Kluwer 2013.

Kemperink 2014

G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken: over KPN, het bod van America Movil en de rol van de Raad van Commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2014, 67.

Kersten 2010

H.H. Kersten, 'Fusies en overnames in het post-crisis tijdperk' in L. Timmerman et al (reds.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2011, p. 93-112.

Kersting 1997

O. Kersting, 'Der Neuer Markt der Deutsche Börse AG', *AG* 1997, p. 222-228.

Keukens & Van den Nieuwenhuijzen 2007

W.M.T. Keukens & M.C.A. van den Nieuwenhuijzen, 'Nijmegen vs. Tilburg: tussen rechtspersoon en onderneming (interview met prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers)', *AAe* 2007, p. 332-345.

Keynes 1936

J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt 1964 (1e druk 1936).

Kirschbaum/Wittmann 2005

T. Kirschbaum & M. Wittmann, 'Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht: der Deutsche Corporate Governance Kodex', *JuS* 2005, p. 1062-1067.

Klaassen 2004

A.G.H. Klaassen, 'De Gelatine-uitspraak: het verlossende antwoord op de Holzmüller-problematiek?', *Ondernemingsrecht* 2004, 234.

Klaassen 2007

A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, diss. Groningen 2007, IVO-reeks nr. 60, Deventer: Kluwer 2007.

Klaassen 2008

A.G.H. Klaassen, 'Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2008, 171.

Klein 2007

N. Klein, *The Shock Doctrine*, London: Penguin 2007.

Klemm/Reinhardt 2007

D. Klemm & W. Reinhardt, 'Verbesserungspotenziale im deutschen Übernahmerecht', *NZG* 2007, p. 281-285.

Kless 1998

Th. Kless, 'Beherrschung der Unternehmensrisiken: Aufgaben und Prozesse eines Risikomanagements', *DStR* 1998, p. 93-96.

Kleyn 2009

J.D. Kleyn, 'Weg met structurele beschermingsmaatregelen' in Holtzer, A.F.J. A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Van der Heijden-reeks nr. 99, Deventer: Kluwer 2009, p. 215-226.

De Kluiver 1994

H.J. de Kluiver, 'Het vennootschapsrecht dient te worden versoepeld...en verscherpt: een rechtseconomisch perspectief', *TVVS* 1994, p. 174-179.

De Kluiver 1996

H.J. de Kluiver, 'Mag het nog ietsje meer zijn? Over tekort, overvloed en onbehagen in het ondernemingsrecht', *NJB* 1996, p. 1439-1451.

De Kluiver 1998

H.J. De Kluiver, 'Kort Amerikaans in het vennootschapsrecht: Corporate Governance in de VS en Nederland', *AAe* 1998, p. 407-416.

De Kluiver 2000

H.J. de Kluiver, 'Het structuurregime en beursvennootschappen: de feiten', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 453-457.

De Kluiver 2009a

H.J. de Kluiver, 'Vennootschappelijke repliek op Timmerman's grondslagen', *Ondernemingsrecht* 2009, 4.

LITERATUURLIJST

De Kluiver 2009b

H.J. de Kluiver, 'De revival van beschermingsmaatregelen', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Van der Heijden-reeks nr. 99, Deventer: Kluwer 2009, p. 227-237.

De Kluiver 2012

H.J. de Kluiver, 'Het einde van de rechtspersoonlijkheid: een rechtseconomisch perspectief', in G. van Solinge et al (reds.), *Relativering van Rechtspersoonlijkheid*, Van der Heijden-reeks nr. 114, Deventer: Kluwer 2012, p. 87-98.

De Kluiver 2013

H.J. de Kluiver 'Reactie het commentaar van R. Abma bij OK Cryo Save (Ondernemingsrecht 2013, 117)', *Ondernemingsrecht* 2013, 127.

De Kluiver & Barneveld 2016

H.J. de Kluiver & J. Barneveld, 'Kroniek van het ondernemingsrecht: over ondernemen, maatschappelijk onbehagen en de 'stakeholder' als oriëntatiepunt', *NJB* 2016, p. 1014-1024.

Koelewijn 2001

J. Koelewijn, *Alleen winnaars overleven, interviews met topondernemers*, Amsterdam: Prometheus 2001.

Kok 1995

W. Kok, 'We laten niemand los', Den Uyl-lezing gehouden op 11 december 1995, te raadplegen op <<http://www.interferenties.nl>>.

De Koning 1996

C. de Koning, 'De voorstellen van de Commissie Peters: ferme vlag, milde lading?', *De N.V.* 1996, p. 305-309.

De Koning 1997

C. de Koning, 'Peters revisited: een vergelijking tussen de tussen- en eindrapportage van de Commissie Peters over Corporate Governance', *De N.V.* 1997, p. 276-278.

Korteweg 2003

P. Korteweg, 'De Concept-Tabaksblat Code: enige vragen en opmerkingen', voordracht gehouden tijdens een seminar van Allen & Overy op 27 augustus 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>.

Koster 2016a

H. Koster, 'De herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: enkele observaties', *WPNR* 2016 (7112), p. 500-516.

Koster 2016b

H. Koster, 'Future of European Company Law', *Ondernemingsrecht* 2016, 86.

Kraakman et al. 2004

R.R. Kraakman et al (reds.), *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, 1st edition, Oxford: Oxford University Press 2004.

Van der Krans 2009

A. van der Krans, *De virtuele aandeelhoudersvergadering*, diss. Utrecht 2009, IVO-reeks nr. 64, Deventer: Kluwer 2009.

Van der Krans 2011

A. van der Krans, 'De zeven pijlers van corporate democracy', *O&F* 2011, p. 5-17.

Van der Krans 2016

A. van der Krans, 'Uitoefening aandeelhoudersrechten, in de Code en de praktijk', *O&F* 2016, p. 13-23.

Kroeze 1998

M.J. Kroeze, 'De Principles of Corporate Governance', *TVVS* 1998, p. 264-268.

Kroeze 2008

M.J. Kroeze, 'Dubbel fout denken over hedgefondsen', *Ondernemingsrecht* 2008, 63.

Kroeze et al. 2009

M.J. Kroeze, L. Timmerman & E.C.H.J. Lokin, 'The credit crisis and Dutch company law', *Ondernemingsrecht* 2009, 135.

Kroeze/Van Solinge 2010

M.J. Kroeze & G. van Solinge, 'Parlementair prutswork', *Ondernemingsrecht* 2010, 129.

Krugman 2009

P.R. Krugman, 'How Did Economists Get It So Wrong?', *New York Times*, 2 september 2009.

LITERATUURLIJST

Kuhn 1962

T.S. Kuhn, *The Structure of Scientific Revolutions*, 3rd revised edition (1e druk 1962), Chicago: University of Chicago Press 1991.

Kuijpers 2014

W.B. Kuijpers, 'Voorstel Europese Commissie wijziging richtlijn aandeelhoudersrechten', *Ondernemingsrecht* 2014, 89.

Langman 2006

H. Langman, 'De verantwoordingsplicht van aandeelhouders: van vennootschappelijk belang', in M.J. Kroeze et al. (reds.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, liber amicorum H. Beckman, Deventer: Kluwer 2006, p. 353-371.

De Leeuw 2015

D.M.H. de Leeuw, 'Bescherming van stakeholders en de grenzen van het agenderingsrecht', *TAO* 2015, p. 117-124.

Lennarts/Roest 2012

M.L. Lennarts & J. Roest, *Europees vennootschapsrecht: waar staan we en waar moeten we naar toe?*, preadvies Vereniging Handelsrecht 2012, Deventer: Kluwer 2012, p. 1-60.

Lipton 2005

M. Lipton, 'Twenty-Five Years After *Takeover Bids in the Target's Boardroom*: Old Battles, New Attacks and the Continuing War', *Business Lawyer* 2005, p. 1369-1382.

Lipton/Rowe 2003

M. Lipton & P.K. Rowe, 'Pills, polls and professors, a reply to professor Gilson', *Delaware Journal of Corporate Law* 2002, p. 1-55.

Lokin 2017

E.C.H.J. Lokin, 'Beloningen en de herziene Corporate Governance Code', *MvO* 2017, p. 20-27.

Löwensteyn 1959

F.J.W. Löwensteyn, *Wezen en bevoegdheid van het bestuur van de vereniging en de naamloze vennootschap*, diss. Amsterdam 1959, Zwolle: Tjeenk Willink 1959.

Löwensteyn 1970

F.W.J. Löwensteyn, 'De N.V. als raakpunt van contraire belangen', in H.C.F. Schoordijk et al (reds.), *Honderd jaar rechtsleven*, lustrumbundel van de Nederlandse Juristen Vereniging, Zwolle, Tjeenk Willink 1970, p. 85-99.

Lucas 1972

R.E. Lucas, 'Expectations and the Neutrality of Money', *Journal of Economic Theory* 1972, p. 103-124.

Lutter 1995

M. Lutter, 'Professionalisierung der Aufsichtsräte', *NJW* 1995, p. 1133-1134.

Luttermann 2010

C. Luttermann, 'Juristische Analyse von Ökonomie, Staat und Gesellschaft', *ZRP* 2010, p. 1-4.

M&A Journal 2002

'the 30-month Fight for Gucci', *M&A Journal* 2002, nr. 1, te raadplegen op <<http://www.themandajournal.com>>.

Maas 2016

H. Maas, 'Aufsichtsrat und Vorstand – sollten die Rollen neu definiert werden?', voordracht tijdens de 15e Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex van 21 juni 2016, te raadplegen op <<http://www.bmjv.de>>.

Maatman 1997

R.H. Maatman, 'Normen voor behoorlijk beheer in relatie tot normen voor zorgvuldig beleggingsbeleid', *De N.V.* 1997, p. 73-82.

Maatman 2004a

R.H. Maatman 'Tabaksblat en de botsende doelstellingen', *Ondernemingsrecht* 2004, 39.

Maatman 2004b

R.H. Maatman, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder*, diss. Nijmegen 2004, Serie O&R nr. 27, Deventer: Kluwer 2004.

Maatman et al. 2007

R.H. Maatman, M. Meinema & A.F. Verdam, 'Consultatiedocument Monitoring COMmissie over de rol van aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance code', *Ondernemingsrecht* 2007, 31.

Macey 1993

J.R. Macey, 'The Transformation of the American law Institute', *George Washington L. Rev.* 1993, p. 1212-1232.

LITERATUURLIJST

Maeijer 1964

J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de Naamloze Vennootschap*, oratie Nijmegen 1964, Deventer: Kluwer 1964, in C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. van Solinge (reds.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer*, Van der Heijden-reeks nr. 100, Deventer: Kluwer 2009, p. 141-162.

Maeijer 1989

J.M.M. Maeijer, *25 jaren belangenconflict in de naamloze vennootschap*, rede Nijmegen, Deventer: Kluwer 1989.

Maeijer 1995

J.M.M. Maeijer, 'Proxy solicitation; beschermingsconstructies', voordracht gehouden te Nijmegen op 11 november 1995, in J.R. Schaafsma et al. (reds.), *Ontwikkelingen in het Effectenverkeer*, Van der Heijden-reeks nr. 50, Deventer: Kluwer 1996, p. 119-161.

Makkink 2016

G.C. Makkink, 'De code als moreel kompas: een goed idee?', *Ondernemingsrecht* 2016, 71.

Malkiel 1973

B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W.W. Norton 1973.

Mallaby 2015

S. Mallaby, 'Shortsighted complaints about short-term capitalism', *Financial Times* 5 augustus 2015.

Mandelbrot 2004

B.B. Mandelbrot & R.L. Hudson, *The (Mis)Behaviour of Markets: a ractal view of risk, ruin and reward*, London: Profile Books 2008 (1e druk 2004).

Mandelson 2010

P. Mandelson, *The Third Man: life at the heart of New Labour*, London: Harper Press 2010.

Manne 1965

H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', *Journal of Political Economy* 1964, p. 110-120.

Masouros 2012

P.E. Masouros, *Corporate Law and Economic Stagnation, how shareholder value and short-termism contribute to the decline of the western economies*, diss. Leiden 2012, Den Haag: Eleven International Publishing 2013.

May 2016

Speech T. May, gehouden te Birmingham op 11 juli 2016 in het kader van de partijleiderschapsverkiezing van de Britse Conservative Party, transcript te raadplegen op <<http://www.wlrk.com>>.

Mayer 2012

C. Mayer, *Firm Commitment: why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford: Oxford University Press 2012.

Meijers 1948

E.M. Meijers, *Algemene leer van het Burgerlijk Recht deel 1: de algemene begrippen van het Burgerlijk Recht*, Leiden: Universitaire pers 1948.

Mendel 1989

M.M. Mendel, *Het vennootschappelijk belang, mede in concernverband beschouwd*, oratie Leiden 1989, Deventer: Kluwer 1989.

Mendel 1995

M.M. Mendel, 'Wetsontwerp beschermingsmaatregelen VEUO-beurs uit oogpunt van rechtsbedeling en corporate governance', *De N.V.* 1995, p. 271-273.

Mendoza 2008

J.M. Mendoza, 'Securities regulation in low-tier listing venues: the rise of the alternative investment market', *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* 2008, p. 257-328.

Metze 1997

M. Metze, *Let's make things better*, Nijmegen: Sun 1997.

Metzelaar 2008

A.C. Metzelaar, 'Belgisch Hof van Beroep schort ontmanteling Fortis gedeeltelijk op', *Ondernemingsrecht* 2009, 22.

Van Middelaar 2013

L. van Middelaar, *The Passage to Europe: how a continent became a union*, New Haven: Yale University Press 2013 (vertaald uit het Nederlands, 1e druk 2009).

Milhaupt/Pistor 2010

C.J. Milhaupt & K. Pistor, *Law & Capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*, Chicago: University of Chicago Press 2010 (1e druk 2008).

LITERATUURLIJST

Moeller 2012

S. Moeller, 'Case Study: Kraft's takeover of Cadbury', *Financial Times* 9 januari 2012.

Moerland 1995a

P.W. Moerland, 'Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems', *Journal of Economic Behavior & Organization* 1995, p. 17-34.

Moerland 1995b

P.W. Moerland, 'Corporate Governance en marktwerking', *De N.V.* 1995, p. 247-251.

Moerland 1997

P.W. Moerland, 'Corporate Governance: schakering, reikwijdte en definiëring', *MAB* 1997, p. 657-666.

Moerland 2001

P.W. Moerland, 'Structuurregeling en zeggenschapsrechten', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 267-272.

Moerland 2002

P.W. Moerland, 'Heeft certificering van aandelen nog toekomst?', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 280-285.

De Mol van Otterloo 2001

H.M. de Mol van Otterloo, 'De biedplicht van artikel 5 van de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 131-134.

De Monchy 2007

C.W. de Monchy, 'Op weg naar een nieuw evenwicht?', *Ondernemingsrecht* 2007, 120.

Möllers/Weichert 2005

T.M.J. Möllers & T. Weichert, 'Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz', *NJW* 2005, p. 2737-2741.

Möllers/Wenninger 2011

T.M.J. Möllers & T.G. Wenninger, 'Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz', *NJW* 2011, p. 1697-1702.

Van Mourik 2011

M.J.A. van Mourik, 'Wetgevingsterreur', *TvAR* 2011, p. 279-280.

MünchKomm AktG

W. Goette & M. Habersack (reds.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München: C.H. Beck 2016, digitaal geraadpleegd via <<http://www.beck-online.de>> (stand januari 2016).

MünchHdb AG 2007

M. Hoffmann-Becking et al. (reds.), *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts – Band 4: Aktiengesellschaft*, 3e druk, München: C.H. Beck 2007.

Muth 1961

J.F. Muth, 'Rational Expectations and the Theory of Price Movements', *Econometrica* 1961, p. 315-335.

Nieuwe Weme 2002

M.P. Nieuwe Weme, 'Het recht van instemming en consultatie van de ava; lessen uit HBG', *JORplus* 2002, p. 9-15.

Nieuwe Weme 2004

M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod op effecten*, diss. Nijmegen 2004, Van der Heijden-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2004.

Nieuwe Weme/Van Solinge 2006

M.P. Nieuwe Weme & G. van Solinge, 'Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden', *Ondernemingsrecht* 2006, 66.

De Nijs Bik 2003

W.W. de Nijs Bik, 'Informatie, consultatie en goedkeuring van aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 43-48.

Noack 2008

U. Noack, 'ARUG: das nächste Stück der Aktienrechtsreform in Permanenz', *NZG* 2008, p. 441-447.

Noldus 1969

W.J.M. Noldus, *Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap*, diss. Nijmegen 1969, Van der Heijden-reeks nr. 1, Deventer: Kluwer 1969.

Nozick 1974

R. Nozick, *Anarchy, State and Utopia*, New York: Basic Books 1974.

Olden 2003

P.D. Olden, 'Tien jaar onmiddellijke voorzieningen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 549-555.

LITERATUURLIJST

Van Olfen 2008

M. van Olfen, 'De statutair (on)beschermde vennootschap en art. 2:359b BW', in M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (reds.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie O&R nr. 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 599-618.

Oostwouder 2011

W.J. Oostwouder, 'Corporate governance, de financiële crisis en het subsidiariteitsbeginsel', *O&F* 2011, p. 5-30.

Oostwouder 2016

W.J. Oostwouder, 'Corporate Governance in Nederland: lange termijn waardecreatie', *O&F* 2016, p. 36-48.

Oppelaar 2001

H.V. Oppelaar, 'Congres Groningen 2000: de beursvennootschap', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 65-74.

Oppelaar 2003

H.V. Oppelaar, 'Aandeelhouders moeten bestuur benoemen', *Financieele Dagblad* 22 augustus 2003.

Oranje 2012

F.J. Oranje, 'Convocatie- en agenderingsrecht van aandeelhouders', in P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie Onderneming & Recht nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 275-304.

Oranje 2015

F.J. Oranje, 'Het agenderingsrecht: geen hard and fast rule', *TOP* 2015, p. 25-28.

Orts 2013

E.W. Orts, *Business Persons: a legal theory of the firm*, Oxford: Oxford University Press 2013.

Overkleeft 2008

F.G.K. Overkleeft, 'De afgeleide actie: lessen uit Duitsland en Amerika', *Ondernemingsrecht* 2008, 2.

Overkleeft 2009

F.G.K. Overkleeft, 'Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning', *Ondernemingsrecht* 2009, 167.

Overkleeft 2010

F.G.K. Overkleeft, 'De behandeling in de Eerste Kamer van het wetsvoorstel van de EU Richtlijn Aandeelhoudersrechten (31 746), *Ondernemingsrecht* 2010, 72.

Overkleeft 2012a

F.G.K. Overkleeft, 'De Code in de crisis: het derde nalevingsrapport van de Corporate Governance Code (2011), *V&O* 2012, p. 21-25.

Overkleeft 2012b

F.G.K. Overkleeft, 'HR ABN AMRO at 5: over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2011-12*, Van der Heijden-reeks nr. 112, Deventer: Kluwer 2012, p. 191-224.

Overkleeft 2012c

F.G.K. Overkleeft, 'Vennoetschappelijk belang en vennotenbelang', in G.J. Meijer, P.M. Storm & L. Timmerman (reds.), *Piet Sanders: een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p. 69-74.

Overkleeft 2013a

F.G.K. Overkleeft, 'Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht (2012)', *V&O* 2013, p. 5-10.

Overkleeft 2013b

F.G.K. Overkleeft, 'Waarheen met de aandeelhoudersvergadering bij beursvennootschappen?', *V&O* 2013, p. 19-24.

Overkleeft 2015a

F.G.K. Overkleeft, 'Technische oplossingen' in B.F. Assink, K.F. Haak, J.M. de Jongh, A.J.P. Schild & M.J. Kroeze (reds.), *De toekomst van het ondernemingsrecht – het ondernemingsrecht van de toekomst*, liber amicorum L. Timmerman, IVO-reeks nr. 99, Deventer: Kluwer 2015, p. 377-392.

Overkleeft 2015b

F.G.K. Overkleeft, 'De Bröring-test', *MvO* 2015, p. 47-48.

Overkleeft/Beckers 2016

F.G.K. Overkleeft & J.H.L. Beckers, 'Het consultatievoorstel voor een herziene Code en lange termijn waardecreatie: alleen 'jam tomorrow' of ook 'jam today'?', *MvO* 2016, p. 43-46.

LITERATUURLIJST

Overkleeft-Verburg 1995

G. Overkleeft-Verburg, *De Wet persoonsregistraties: norm, toepassing en evaluatie*, diss. Tilburg 1995, Deventer: Kluwer 1995.

Paccès 2008

A.M. Paccès, *Featuring Control Power: Corporate Law and Economics Revisited*, diss. Rotterdam 2008, Rotterdam: RILE 2008.

Patterson 2010

S. Patterson, *The Quants: how a new breed of math whizzes conquered Wall Street and nearly destroyed it*, New York: Crown Business 2010.

Paulson 2010

H.M. Paulson Jr., *On the Brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*, New York: Business Plus 2010.

Perotti/Cordfunke 1997

E.C. Perotti & E. Cordfunke, 'Do foreign cross-listings increase firm value? Evidence from announcement effects of Dutch firms', CEPR / University of Amsterdam working paper 1997, bron <<http://www.uva.nl>>, in verkorte vorm gepubliceerd in *MAB* 1998, p. 570-578.

Peters 2002

J.F.M. Peters, 'Vijf jaar Corporate Governance in Nederland', in Nederlandse Corporate Governance Stichting, *Corporate Governance in Nederland 2002: de stand van zaken*, Amsterdam: Nederlandse Corporate Governance Stichting, p. 7-10.

Peters/Eikelboom 2015

F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro', *WPNR* 2015 (7061), p. 407-413.

Piketty 2014

T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, vertaling (origineel in het Frans), Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2014.

Pitlo-Löwensteyn 1986

F.J.W. Löwensteyn, *Het Rechtspersonenrecht*, Pitlo-serie deel 1A, 2e druk, Arnhem: Gouda Quint 1986.

Pitlo-Raaijmakers 2006

M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Pitlo-serie deel 2, Deventer: Kluwer 2006.

Plant 1996

R. Plant, 'Social Democracy', in D. Marquand & A. Seldon (reds.), *The ideas that shaped post-war Britain*, London: Fontana Press 1996, p. 163-194.

Plender 2017

J. Plender, 'Snap and the 21st century governance vacuum', *Financial Times* 22 februari 2017.

Poelzig 2008

D. Poelzig, 'Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie im Kampf gegen "räuberische Aktionäre"', *DStR* 2008, p. 1538-1541.

Polderman 1935

J.J. Polderman, *Effecten en Effectenhandel*, Zwolle: Tjeenk Willink 1935.

Popper 1957

K.R. Popper, *The Poverty of Historicism*, London: Routledge 2002 (1e druk 1957).

La Porta et al. 1998

R. La Porta, F. Lopes de Silanes, A. Shleifer & R.W. Visnyh, 'Law and Finance', *Journal of Political Economy* 1998, p. 1113-1155, tevens te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Posner 1990

R.A. Posner, *The Problem of Jurisprudence*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 1990.

Posner 2009

R.A. Posner, *A Failure of Capitalism, the crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2009.

Posner 2010

R.A. Posner, *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2010.

Priem 2001

M. Priem, 'Finanzkrise der Philipp Holzmann AG', *Krisennavigator* juli 2001, bron: <<http://www.krisennavigator.de>>.

Prinsen 2011

J. Prinsen, 'Corporate governance op de grens van een nieuw decennium', *O&F* 2011, p. 29-53.

LITERATUURLIJST

Publius 1788

Publius (Hamilton/Madison/Jay), *The Federalist Papers*, New York: Signet Classic 2003 (oorspronkelijk 1788).

Raaijmakers G. 2004

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA', *TvOB* 2004, p. 3-10.

Raaijmakers G. 2005

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AVA', *Ondernemingsrecht* 2005, 38.

Raaijmakers G. 2006

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Actuele ontwikkelingen over aandeelhoudersinvloed', *TFR* 2006, p. 4-8.

Raaijmakers G. 2007

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische belangen in beursvennootschappen: empty voting, hidden ownership en vote trading', in G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma (reds.), *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadviezen van de Vereniging Handelsrecht 2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 3-72.

Raaijmakers G. 2009a

G.T.M.J. Raaijmakers, 'De financiële markt en het ondernemingsrecht', oratie VU 2009, *Ondernemingsrecht* 2009, 104.

Raaijmakers G. 2009b

G.T.M.J. Raaijmakers, 'De tijdelijkheid van beschermingsmaatregelen', in P.H.J. Essers et al. (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 361-369.

Raaijmakers G./Maatman 2006

G.T.M.J. Raaijmakers & R.H. Maatman, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006, 77.

Raaijmakers G./Trommel 2008

G.T.M.J. Raaijmakers & J.J. Trommel, 'Staatsfondsen: test voor het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2008, 157.

Raaijmakers G./Overkleef 2009

G.T.M.J. Raaijmakers & F.G.K. Overkleef, 'Bestuurdersbeloning, de nieuwe Code en de kredietcrisis', *TFR* 2009, p. 87-91.

Raaijmakers G./Raaijmakers Th. 2014

G.T.M.J. Raaijmakers & M.J.G.C. Raaijmakers, 'De NV in 2020', *Ondernemingsrecht* 2014, 12, nr. 2.2.

Raaijmakers Th. 1983

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Nederlandse wetgeving inzake concernverhoudingen', *TVVS* 1983, p. 152-165.

Raaijmakers Th. 1987

M.J.G.C. Raaijmakers, *Rechtspersonen tussen contract en instituut*, oratie Tilburg 1987, Deventer: Kluwer 1987.

Raaijmakers Th. 1990

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Boekbespreking: concernbeleid en aansprakelijkheid (mr. S.M. Bartman)', *WPNR* 1990 (5959), p. 289-292.

Raaijmakers Th. 1995

M.J.G.C. Raaijmakers 'Corporate Governance' in M.J.G.C. Raaijmakers, R. van Rooij & A.S.M. Tervoort (reds.), *Ondernemingsrecht in internationaal perspectief*, Lustrumbundel NGB, Deventer: Kluwer 1995, p. 179-205.

Raaijmakers Th. 1999

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Openbare overnamebiedingen: aanpassing Nederlandse wetgeving aan dertiende EU-Richtlijn', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 293-298.

Raaijmakers Th. 2002

M.J.G.C. Raaijmakers, 'HBG: de 'Baggeroorlog'', *AAe* 2002, p. 433-441.

Raaijmakers Th. 2004a

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Zelfregulering van corporate governance van beursondernemingen', *WPNR* 2004 (6563), p. 67-81.

Raaijmakers Th. 2004b

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Gedragsnormen voor overnamegevechten', *SV&V* 2004, p. 215-223.

Raaijmakers Th. 2004c

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Naar een brede herziening van het Nederlandse ondernemingsrecht', *WPNR* 2004 (6601), p. 949-959.

Raaijmakers Th. 2006a

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Versatel: werkt Code Tabaksblat nog na gestanddoening openbaar bod?', *AAe* 2006, p. 198-207.

LITERATUURLIJST

Raaijmakers Th. 2006b

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Forumbank (1955) Revisited', *AAe* 2006, p. 522-529.

Raaijmakers Th. 2007a

M.J.G.C. Raaijmakers 'Stork', *AAe* 2007, p. 346-353.

Raaijmakers Th. 2007b

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Overnamestrijd ABN AMRO', *AAe* 2007, p. 785-792.

Raaijmakers Th. 2009

M.J.G.C. Raaijmakers, *Naar een Wetboek Ondernemingsrecht*, afscheidsrede Tilburg 2009, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2010.

Raaijmakers Th. 2010

M.J.G.C. Raaijmakers 'ASMI: zelfstandigheid en beleidsvrijheid van bestuur in een beurs-NV', *AAe* 2010, p. 800-807.

Raaijmakers Th. 2011

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Going private (beëindiging status beurs-NV)', *AAe* 2011, p. 732-736.

Raaijmakers Th. 2012

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Tussen toen en nu: verbrokkeling en herintegratie van het ondernemingsrecht', *TvOB* 2012, p. 111-117.

Raaijmakers Th. 2014a

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Cryo Save: dreigende vijandige overname van een onbeschermd beurs-NV', *AAe* 2014, p. 197-203.

Raaijmakers Th. 2014b

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Cancun: een joint venture klem tussen contract en instituut', *AAe* 2014, p. 459-465.

Raaijmakers Th. 2015

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Bestuursautonomie in een (gezamenlijke) dochter-B.V.: een novum in concernverhoudingen?', *TvOB* 2015, p. 2-11.

Raaijmakers Th./Van der Schee 2010

M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. van der Schee, 'Bescherming van beleggers in beurs-NV's: het enquêterecht als actie- en de "business judgement rule" als afweermiddel', in: M.J.G.C. Raaijmakers, H. Bruisten & A.F. Verdam (reds.), *En na de crisis?*, Lustrumbundel NGB, Deventer: Kluwer 2010, p. 161-201.

Raaijmakers Th./Van der Sangen 2012

M.J.G.C. Raaijmakers & G.J.H. van der Sangen, 'De directeur-grotaandehouder in het nieuwe BV-recht' in .J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (reds.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder*, Serie O&R nr. 69, Deventer: Kluwer 2012, p. 513-544.

Raaijmakers Th./Van der Sangen 2014

M.J.G.C. Raaijmakers & G.H. van der Sangen, 'Enquêterecht en beursvennootschappen: een anomalie?', *TvOB* 2014, p. 84-92.

Rajan 2010

R.G. Rajan, *Fault Lines: how hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton: Princeton University Press 2010.

Rand 1957

A. Rand, *Atlas Shrugged*, 50th Anniversary Edition, London: Signet / Penguin Books 2007 (1e druk 1957).

Rappaport 2006

A. Rappaport, 'Ten Ways to Create Shareholder Value', *Harvard Business Review* september 2006, bron: <<http://www.hbr.org>>.

Rawls 1971

J.B. Rawls, *A Theory of Justice*, Revised Edition, Oxford: Oxford University Press 1999 (1e druk 1971).

Renz/Rippel 2011

H. Renz & J.C. Rippel, 'Änderungen der Transparenzvorschriften gem. §§ 21ff. WpHG (Mitteilungspflichten von Stimmrechten) durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes', *BKR* 2011, p. 235-238.

Reuschle 2004

F. Reuschle, 'Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz', *NZG* 2004, p. 590-593.

Rickford 2002a

J. Rickford, 'Forthcoming Change in Corporate Law in the UK – the British Company Law Review and Beyond – Part 1', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 325-332.

LITERATUURLIJST

Rickford 2002b

J. Rickford, 'Forthcoming Change in Corporate Law in the UK – the British Company Law Review and Beyond – Part 2', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 369-375.

Rickford 2003

J. Rickford, 'Which requirements should a modern competitive company law meet?', in L.J. Hijmans van den Bergh et al. (reds.), *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, IVO-reeks nr. 40, Deventer: Kluwer 2003, p. 159-171.

Rickford et al. 2003

J. Rickford et al. (reds.), *The European Company: Developing a Community Law of Corporations*, Antwerpen: Intersentia 2003.

Rietkerk 1984

G. Rietkerk, 'Effectentransacties door ingewijden', *De N.V.* 1984, p. 179-184.

Rietkerk 1988

G. Rietkerk, 'Bestuursonvriendelijke overnames; 'countervailing power', een economische analyse', *De N.V.* 1988, p. 45-54.

Rietkerk 1998

G. Rietkerk, 'Ondernemingsdoelstelling bij separatie van eigendom en leiding', *De N.V.* 1998, p. 285-290.

Roelvink 2007

B.W. Roelvink, 'Goedkeuring door aandeelhouders', *TOP* 2007, p. 71-75.

Roest 2012

J. Roest, 'Europees vennootschapsrecht: hoe nu verder?', *WPNR* 2012 (6950), p. 783-792.

Romano et al. 1993

R. Romano (red.), *Foundations of Corporate Law*, New York: Foundation Press 1993.

Romer 2015

P.M. Romer, 'Mathiness in the Theory of Economic Growth', *American Economic Review* 2015, p. 89-93.

Rothbard 1962

M.N. Rothbard, *Man, Economy and State: a treatise on economic principles*, Auburn: Ludwig von Mises Institute 1993 (1e druk 1962).

Rothschild 1994

E. Rothschild, 'Adam Smith and the Invisible Hand', *American Economic Review* 1994, p. 319-322.

Roubini/Mihm 2010

N. Roubini & S. Mihm, *Crisis Economics: a crash course in the future of finance*, New York: Penguin Press 2010.

Ruding 1997

H.O.C.R. Ruding, 'De Commissie-Peters vanuit internationale hoek bezien', *TVVS* 1997, p. 295-299.

Ruding 2003

H.O.C.R. Ruding, 'Goed bestuur niet bij wet afdwingen', *NRC Handelsblad* 27 augustus 2003.

Samuelson 1947

P.A. Samuelson, *Foundations of Economic Analysis*, enlarged edition, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 1983 (1e druk 1947).

Sandel 2009

M.J. Sandel, *Justice: what's the right thing to do*, London: Penguin Books 2009.

Sanders 1952

P. Sanders, 'Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap', in E.M. Meijers et al. (reds.), *Rechtskundige opstellen aangeboden aan prof. R.P. Cleveringa*, Zwolle: Tjeenk Willink 1952, p. 329-362.

Schaefer 2007

H. Schaefer, 'Shareholder Activism und Corporate Governance', *NZG* 2007, p. 900-903.

Van der Schee 2009

P.A. van der Schee, 'Concepts underlying regulatory responses to Enronitis', in P.H.J. Essers et al. (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 399-407.

Van der Schee 2011

P.A. van der Schee, *Regulation of issuers and investor protection in the U.S. and the EU*, diss. Tilburg 2011, CCL-reeks, Den Haag: Boom juridische uitgevers 2011.

LITERATUURLIJST

Schenk 2007

H. Schenk, 'Hefbomen van het moderne financieringskapitalisme', *Ondernemingsrecht* 2007, 59

Schenk 2010

H. Schenk, 'Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?', *O&F* 2010, p. 61-71.

Schenk et al. 2010

H. Schenk et al (reds.), 'Deelonderzoek 1: overzicht en analyse van de relevante nationale en internationale regelgeving voor het financiële stelsel', onderzoek in opdracht van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie De Wit) van 10 juni 2010, *Kamerstukken II*, 2009/10, 31 980 nr. 6.

Schild 2012a

A.J.P. Schild, 'De Interventiewet en het EVRM: een lastig huwelijk', *Ondernemingsrecht* 2012, 3.

Schild 2012b

A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, diss. Leiden 2012, IVO-reeks nr. 91, Deventer: Kluwer 2012.

Van Schilfgaarde 1988

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 7e druk: Arnhem: Gouda Quint 1988.

Van Schilfgaarde 1998

P. van Schilfgaarde, 'Gelijke behandeling van aandeelhouders', in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 19-28.

Van Schilfgaarde 2003

P. van Schilfgaarde, 'Structuurregime weg na Tabaksblat', *Financieele Dagblad* 14 augustus 2003.

Van Schilfgaarde 2007

P. van Schilfgaarde, 'De Hoge Raad, ABN AMRO en LaSalle: de uitspraak van de ondernemingskamer en de vernietiging door de Hoge Raad', *NJB* 2007, 1633, p. 1950-1956.

Van Schilfgaarde 2009

P. van Schilfgaarde, 'De opbouw van het vennootschapsrecht', in P.H.J. Essers et al. (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 409-421.

Van Schilfgaarde 2016

P. van Schilfgaarde, *De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 100, Deventer: Kluwer 2016.

Van Schilfgaarde/Winter 2009

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 15^e druk, bewerkt door J.W. Winter, Deventer: Kluwer 2009.

Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2013

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 16^e druk, bewerkt door J.W. Winter & J.B. Wezeman, Deventer: Kluwer 2013.

Schmid/Wahrenburg 2002

F.A. Schmid & M. Wahrenburg, 'Mergers and Acquisitions in Germany', *Federal Reserve of St. Louis working paper*, november 2002, te raadplegen via <<https://research.stlouisfed.org>>.

Schmidt H. 2002

H. Schmidt, *Die Selbstbehauptung Europas – Perspektiven für das 21. Jahrhundert*, München: Ullstein 2002.

Schmidt H. 2008

H. Schmidt, *Außer Dienst – eine Bilanz*, 2e druk, München: Siedler Verlag 2008.

Schmidt K. 2005

K. Schmidt, 'Verfolgungspflichten, Verfolgungsrechte und Aktionärsklagen: Ist die Quadratur des Zirkels näher gerückt? – Gedanken zur Reform der §§ 147-149 AktG vor dem Hintergrund der Juristentagsdiskussion des Jahres 2000', *NZG* 2005, p. 796-801.

Schoordijk 2007

H.C.F. Schoordijk, 'ABN AMRO, Van Schilfgaarde en de rechtsvorming', *NJB* 2007, 2281, p. 2815-2816 (met naschrift P. van Schilfgaarde).

Schoordijk 2010

H.C.F. Schoordijk, 'Rechtsvinding en Ondernemingskamer' in K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (reds.), *Willems' wegen: opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Van der Heijden-reeks nr. 102, Deventer: Kluwer 2010, p. 325-335.

Schouten 2012

M.C. Schouten, *The decoupling of voting and economic ownership*, diss. UvA 2012, IVO-reeks nr. 88, Deventer: Kluwer 2012.

LITERATUURLIJST

Schouten 2016

M.C. Schouten, 'Commissie-Van Manen bepleit langetermijnwaardcreatie, maar faciliteert onbedoeld aandeelhoudersactivisme', *Ondernemingsrecht* 2016, 46.

Schöllgen 2015

G. Schöllgen, *Gerhard Schröder, die Biografie*, München: Deutsche Verlags-Anstalt 2015.

Schumpeter 1943

J.A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, London: Routledge 2010 (1e druk 1943).

Schutte-Veenstra 2001

J.N. Schutte-Veenstra, 'Een vergadering over en amendementen op de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 61-66.

Schutte-Veenstra 2002

J.N. Schutte-Veenstra, 'Rapport Commissie Winter ter zake van overnamebiedingen', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 54-58.

Schutte-Veenstra/Verbrugh 2012

J.N. Schutte-Veenstra & M.A. Verbrugh, 'Openbare raadpleging over de toekomst van het Europese vennootschapsrecht; een kritische bespreking', *Ondernemingsrecht* 2012, 136.

Schutte-Veenstra/Verbrugh 2013

J.N. Schutte-Veenstra & M. Verbrugh, 'Actieplan 2012 van de Commissie betreffende Corporate Governance en Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2013, 69.

Schütz 2005

C. Schütz, 'UMAG Reloaded: Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 17. 11. 2004', *NZG* 2005, p. 5-11.

Schwark/Zimmer Kapitalmarktrechtskommentar 2010

E. Schwark & D. Zimmer (reds.), *Kapitalmarktrechtskommentar*, 4e druk, München: C.H. Beck 2010.

Sen 2010

A. Sen, 'Introduction' in A. Smith, *The Theory of Moral Sentiments*, London: Penguin Classics 2010 (1e druk 1759).

Sedlacek 2012

T. Sedlacek, *De economie van goed en kwaad: de zoektocht naar economische zingeving van Gilgamesj tot Wall Street*, vertaling (origineel in Tsjechisch), Schiedam: Scriptum 2012 (1e druk 2009).

Seibert 2002

U. Seibert, 'Das "TransPuG" – Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) – Diskussion im Gesetzgebungsverfahren und endgültige Fassung', *NZG* 2002, p. 608-613.

Sennett 2006

R. Sennett, *The Culture of the New Capitalism*, New Haven: Yale University Press 2006.

Shiller 2005

R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2e druk, New York: Broadway 2005.

Shiller 2012

R.J. Shiller, *Finance and the Good Society*, Princeton: Princeton University Press 2012.

Siegmann 2003

A.H. Siegmann, 'Optimal Investment Policies for Defined Benefit Pension Funds, DNB Research Memorandum WO no. 728/0308 (April 2003), te raadplegen via <<http://www.dnb.nl>>.

Sijnja 2010

H.A. Sijnja, 'Wetsvoorstel corporate governance: meldingsplicht van aandeelhouders met betrekking tot de strategie', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010*, Van der Heijden-reeks nr. 104, Deventer: Kluwer 2010, p. 177-200.

Skidelsky 2009

R. Skidelsky, *Keynes: the return of the master*, London: Penguin Books 2010 (1e druk 2009).

Slagter 1988

W.J. Slagter, *Macht en Onmacht van de Aandeelhouder*, diesrede Erasmus Universiteit Rotterdam, gehouden op 8 november 1988, Deventer: Kluwer 1988.

LITERATUURLIJST

Slagter 1994

W.J. Slagter, 'De structuurregeling op de helling?', in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 21-26.

Slagter 2001

W.J. Slagter, 'Het vennootschapsrecht tijdens de bezettingsjaren', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 17-21.

Slagter 2003

W.J. Slagter, 'Prof.dr. H.c. Theodor Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 164-166.

Smit E. 2010

E. Smit, *Nina: de onweerstaanbare opkomst van een power lady*, 2010: Prometheus Amsterdam.

Smit J. 2004

J. Smit, *Het drama Ahold*, herziene editie 2009, Amsterdam: Balans 2009 (1^e druk 2004).

Smit J. 2008

J. Smit, *De Prooi: blinde trots breekt ABN AMRO*, Amsterdam: Prometheus 2008.

Smits 2009

J.M. Smits, *Omstreden rechtswetenschap: over aard, methode en organisatie van de juridische discipline*, Den Haag: Boom 2009.

Soeteman 2013

A. Soeteman, 'Soevereiniteit in eigen kring', *AAe* 2013, p. 160-165.

Van Solinge 2003a

G. van Solinge, 'Structuurregime moet op de schop', *Financieele Dagblad* 1 september 2003.

Van Solinge 2003b

G. van Solinge, 'Wetsvoorstel aanpassing structuurregeling (28 179) aangenomen door Tweede Kamer', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 486-487.

Van Solinge 2012

G. van Solinge, 'Dode zielen of levende organismen', in G. van Solinge et al (reds.), *Relativering van Rechtspersoonlijkheid*, Van der Heijden-reeks nr. 114, Deventer: Kluwer 2012, p. 1-6.

Sorkin 2009

A.R. Sorkin, *Too Big to Fail, inside the battle to save Wall Street*, New York: Allen Lane 2009.

Soros 2003

G. Soros, *The Alchemy of Finance*, herziene editie 2003 (1e druk 1987), Hoboken: Wiley 2003.

Spanjaard 2003

S.J. Spanjaard, 'Beëindiging structuurregime ING Groep, AEGON en ABN AMRO Holding', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 266-269.

Spindler 2002

G. Spindler, 'Neuregelungen des Kapitalmarkt- und Börsenrechts zum Anlegerschutz? – Zur gesellschafts- und wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages', *DStR* 2002, p. 1576-1587.

Spindler 2005

G. Spindler, 'Haftung und Aktionärsklage nach dem neuen UMAG', *NZG* 2005, p. 865-872.

Van der Staay 2007

J.W. van der Staay, 'Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?' in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Van der Heijden-reeks nr. 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 237-259.

Steinbrück 2010

P. Steinbrück, *Unterm Strich*, Hamburg: Hoffmann und Campe Verlag 2010.

Stigler 1965

G.J. Stigler, 'The Economist and the State', *American Economic Review* 1965, p. 1-18.

Stiglitz 2010

J.E. Stiglitz, *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*, New York: W.W. Norton 2010.

LITERATUURLIJST

Stoppels/Van Bekkum

L. Stoppels & J. van Bekkum, 'Is de motie een nuttig instrument voor de aandeelhouder van een beursvennootschap naast en in aanvulling op het agenderingsrecht ex artikel 2:114a BW?', *MvO* 2016, p. 260-265.

Stout 2012

L.A. Stout, *The Shareholder Value Myth: how putting shareholders first harms investors, corporations and the public*, San Francisco: Berret-Koehler Publishers 2012.

Streeck 1996

W. Streeck, 'German Capitalism: does it exist, can it survive?', Kellogg Institute for International Studies working paper nr. 218, 1996, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>.

Streeck 2014

W. Streeck, *Gekaufte Zeit – die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*, 5e druk, Berlin: Suhrkamp 2014 (1e druk 2013).

Streeck/Höppner 2003

W. Streeck & M. Höppner (reds.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung Köln reeks nr. 47, Frankfurt: Campus Verlag 2003.

Strine 2012

L.E. Strine Jr., 'Bailed out bankers, oil spills, online classifieds, dairy milk, and Potash: our continuing struggle with the idea that for-profit firms seek profit', voordracht gehouden tijdens een UvT/DSF-congres te Amsterdam op 8 mei 2012, tekst te raadplegen op <<http://www.law.qmul.ac.uk/docs/events/corporate%20law/70563.pdf>>.

Strine 2014

L.E. Strine Jr., 'Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law', *Columbia Law Review* 2014, p. 449-502.

Strik 2007

D.A.M.H.W. Strik, 'To play or to be in play: over preventie van aandeelhoudersactivisme', *Ondernemingsrecht* 2007, 72.

Surowiecki 2015

J. Surowiecki, 'The short-termism myth', *New Yorker* 24 augustus 2015.

Tabaksblat 1995

M. Tabaksblat, 'Corporate Governance in internationaal perspectief', lezing gehouden tijdens de Dag van de Aandeel op 24 november 1995, *De N.V.* 1995, p. 242.

Tabaksblat 1999

M. Tabaksblat, 'Corporate governance, een ondernemersvisie', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 43-46.

Tabaksblat 2004

M. Tabaksblat, 'Het rapport van de Commissie corporate governance', voordracht gehouden tijdens een congres van het tijdschrift *Ondernemingsrecht* op 20 januari 2004, *Ondernemingsrecht* 2004, 36.

Tabaksblat 2006

M. Tabaksblat, 'De rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen na drie jaar Nederlandse corporate governance code; enkele observaties', *Ondernemingsrecht* 2006, 192, p. 596-598.

Taleb 2007

N.N. Taleb, *Foiled by Randomness: the hidden role of chance in life and markets*, London: Penguin Books 2007 (1e druk 2004).

Tamminga 2009

M. Tamminga, *De uitverkoop van Nederland, hoe een ondernemend land geveild werd*, Amsterdam: Prometheus 2009.

Taylor 1996

R. Taylor, 'Industrial Relations: Regulation against Voluntarism', in D. Marquand & A. Seldon (reds.), *The ideas that shaped post war Britain*, London: Fontana Press 1996, p. 88-121.

Thaler 2000

R.H. Thaler, 'From Homo Economicus To Homo Sapiens', *Journal of Economic Perspectives* 2000, p. 133-141.

Thaler 2015

R.H. Thaler, *Misbehaving: the making of behavioural economics*, London: Allen Lane 2015.

Timmerman 1983

L. Timmerman, 'De Tweede Golf: inleidende opmerkingen', *TVVS* 1983, p. 134-142.

LITERATUURLIJST

Timmerman 1992

L. Timmerman, 'Is versoepeling van het Nederlandse n.v./b.v.-recht wenselijk?', *TVVS* 1992, p. 163-168.

Timmerman 1997

L. Timmerman, 'Zelfregulering in de sfeer van het vennootschapsrecht', *De N.V.* 1997, p. 69-73.

Timmerman 1999a

L. Timmerman, 'Over de toekomst van het vennootschapsrecht', *RM Themis* 1999, p. 43-51.

Timmerman 1999b

L. Timmerman, 'Kabinetsbrief over dertiende EG-Richtlijn, wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies en SER-fusiecode', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 399-400.

Timmerman 1999c

L. Timmerman, 'Een nieuw bedrijf in de beschermingskomedie', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 419-420.

Timmerman 1999d

L. Timmerman, 'Een gunstiger klimaat voor zeggenschap van aandeelhouders van Nederlandse beursfondsen', *RM Themis* 1999, p. 272-283.

Timmerman 2000

L. Timmerman, 'De zere plek van het Nederlandse en Europese vennootschaps- en effectenrecht', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 420-426.

Timmerman 2001a

L. Timmerman, 'De terugkeer van de geschiedenis in het vennootschapsrecht naar aanleiding van D.J. Sannes, de rechtsverhouding van moeder- en dochtermaatschappij (1926)', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 10-12.

Timmerman 2001b

L. Timmerman, 'Wint de aandeelhouder?', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 75-76.

Timmerman 2001c

L. Timmerman, 'Het einde van de geschiedenis van het vennootschapsrecht (?)', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 115.

Timmerman 2001d

L. Timmerman, 'Oorlog en vrede buiten en in het vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 145.

Timmerman 2001e

L. Timmerman, 'Kleine gebeurtenissen', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 413-414.

Timmerman 2002

L. Timmerman, 'Bescherming en de HBG-beschikking', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 375-376.

Timmerman 2003a

L. Timmerman, 'Van digitaal naar analoog vennootschapsrecht en de gevolgen daarvan voor de concurrentie tussen vennootschapssystemen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 38-42.

Timmerman 2003b

L. Timmerman, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *NJB* 2003, p. 1633-1639.

Timmerman 2003c

L. Timmerman, 'Paul Davies, Introduction to Company Law', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 169-170.

Timmerman 2003d

L. Timmerman, 'Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 555-562.

Timmerman 2005

L. Timmerman, 'Prof J.M.M. Maeijer; jurist en mens van longue durée', *RM Themis* 2005, p. 141-147.

Timmerman 2007

L. Timmerman, 'De staat van het Nederlandse vennootschapsrecht anno 2007', *Ondernemingsrecht* 2007, 14.

Timmerman 2009

L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', oratie Rotterdam 2009, *Ondernemingsrecht* 2009, 2.

Timmerman 2011

L. Timmerman, 'Samenwerking, rechtspersoon en het staart schudt hondverschijnsel', in L. Timmerman et al (reds.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2011, p. 1-8.

LITERATUURLIJST

Timmerman 2012

L. Timmerman, 'Verbindend vennootschapsrecht; variatie op een thema', in B.F. Assink et al (reds.), *Verbindend Recht*, liber amicorum K.F. Haak, Deventer: Kluwer 2012, p. 511-524.

Timmerman 2013

L. Timmerman, 'Rechtsvinding in een gelaagd en door crisissen geplaagd ondernemingsrecht', in L. Timmerman et al. (reds.), *Ondernemingsrecht in tijdens van crisis*, IVO-reeks nr. 96, Deventer: Kluwer 2013, p. 135-146.

Timmerman 2014

L. Timmerman, 'Oude koeien met actualiteitswaarde', *Ondernemingsrecht* 2014, 111.

Timmerman/Spanjaard 2004

L. Timmerman & S.J. Spanjaard, 'Interview met minister Donner over de herziening van het Nederlandse vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2004, 2.

Timmermans 1983

C.W.A. Timmermans, 'De Tweede Golf: de Europese onderstroom', *TVVS* 1983, p. 165-173.

Uniken Venema 1974

C.Ae. Uniken Venema, 'Tien jaren na het 'Rapport Verdam': vernieuwing en verdere vernieuwing', *De N.V.* 1974, p. 171-178.

Den Uyl 1974

J.M. Den Uyl, 'Socialisme en vrije ondernemingsgewijze produktie', voordracht gehouden op 1 oktober 1974, opgenomen in J.M. Den Uyl, *Inzicht en Uitzicht: opstellen over economie en politiek*, Amsterdam: Bert Bakker 1978, p. 181-195, tevens te raadplegen via de Digitale Bibliotheek der Nederlandse Letteren, bron: <<http://www.dbnl.org>>.

Verbrugh 2014

M.A. Verbrugh, 'Van de NV naar de BV naar de NV', *AAe* 2014, p. 263-271.

Verdam 2003a

A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang*, oratie VU 2003, Den Haag: Boom 2003.

Verdam 2003b

A.F. Verdam, 'Gebruik van stemrechten door institutionele beleggers: over stemplicht, vormen van invloedsoefening en verantwoording terzake' in

M.J.G.C. Raaijmakers (red.), *Trust en Onderneming*, liber amicorum C.Ae. Uniken Venema, Den Haag: Boom 2003, p. 117-133.

Verdam 2006

A.F. Verdam, 'Vennootschappelijk belang: op de korte termijn?', *NTBR* 2006, 28.

Verdam 2015

A.F. Verdam, 'Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders', *WPNR* 2015 (7062), p. 430-436.

Vermeer 2002

M. Vermeer, 'Pensioenfondsen over corporate governance', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 182-185.

Vermeer 2007

M. Vermeer 'De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer', *O&F* 2007, p. 33-38.

Vermeulen 2002

E.P.M. Vermeulen, *The Evolution of Legal Business Forms in Europe and the United States: venture capital, joint venture and partnership structures*, diss. Tilburg 2002, Deventer: Kluwer Law International 2003.

Vermeulen 2006

E.P.M. Vermeulen, 'De rol van hedge funds: symbiose of parasiet?', *TOP* 2006, p. 44-46.

Viëtor/Van der Zanden 2008

D.A. Viëtor & M. van der Zanden, 'De effecten van de credit crunch op de financieringen van leveraged buyouts', *TFR* 2008, p. 167-175.

Visser 2012

M. Visser, *De Eurocrisis: onthullend verslag van politiek falen*, Amsterdam: Business Contact 2012.

Van Vliet 2007

M.J. van Vliet, 'Ondernemingskamer: verkoop van LaSalle 'in de sfeer van artikel 2:107a BW', is dat voldoende?', *NJB* 2007, p. 1512-1520.

LITERATUURLIJST

Volcker 2010

P.A. Volcker, 'The time we have is running short.', *NY Review of Books* 2010, vol. 11, p. 12.

Volk 2001

G. Volk, 'Deutsche Corporate Governance-Konzepte', *DStR* 2001, p. 412-416.

Voogsgeerd 2006

H.H. Voogsgeerd, *Corporate governance codes: markt- of rechtsarrangement?*, IVO-reeks nr. 55, Deventer: Kluwer 2006.

De Vos 2009

A. de Vos, 'Riskante wereld voor ABP', *Binnenlands Bestuur* januari 2009, bron: <<http://www.binnenlandsbestuur.nl>>.

Vossestein 2002

G.J. Vossestein, 'De bevoegdheid van de Europese Gemeenschap tot regeling van het vennootschapsrecht', *WPNR* 2002 (6481), p. 247-253.

De Vries J. 2003

J. de Vries, 'Rapport Tabaksblat verdient verankering en navolging', *Financieele Dagblad* 9 juli 2003.

De Vries P.P. 2010

P.P.F. de Vries, '25 vragen aan Peter-Paul de Vries', in K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (reds.), *Willems' wegen: opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Van der Heijden-reeks nr. 102, Deventer: Kluwer 2010, p. 435-442, specifiek p. 438-439.

Waclawik 2013

E. Waclawik, *Prozessführung im Gesellschaftsrecht – Corporate Litigation*, 2e druk, NJW Praxis serie nr. 83, München: C.H. Beck 2013.

Wansink 2000

H. Wansink, 'Giddens verdedigt zijn Derde Weg', *Volkskrant* 14 april 2000.

Wapshott 2011

N. Wapshott, *Keynes Hayek: the clash that defined modern economics*, London: W.W. Norton 2011.

Van Welzen 1993

P.N.J van Welzen, 'Het Cadbury Rapport van nieuwe "balance of power" voor Engelse beursvennootschappen', *De N.V.* 1993, p. 7-12.

Wennekes 1993

W. Wennekes, *De Aartsvaders: grondleggers van het Nederlandse bedrijfsleven*, Amsterdam: Atlas 1993.

Westerhuis/De Jong 2015

G. Westerhuis & A. de Jong, *Over geld en macht: financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*, Amsterdam: Boom 2015.

Wildenberg/Zwetsloot 1994

I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot, 'Inleiding', in I.W. Wildenberg & F.J.M. Zwetsloot (reds.), *Naar een nieuwe machtsdeling in de Nederlandse vennootschap: over de verhouding tussen aandeelhouders, commissarissen, directieleden en werknemers in de Nederlandse vennootschap*, Deventer: Kluwer 1994, p. 1-5.

Willems 2000

J.H.M. Willems, 'De enquêteprocedure als efficiënte dienstmaagd', in A.F.J.A. Leijten, L. Timmerman & J.H.M. Willems (reds.), *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Van der Heijden-reeks nr. 62, Deventer: Kluwer 2000, p. 29-45.

Willems 2003

J.H.M. Willems, 'Overige aspecten van de bevoegdheid van de Ondernemingskamer', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 583-586.

Willems 2007

J.H.M. Willems, 'De feminile poëzie van het ondernemingsrecht', *AAe* 2007, p. 631-632.

Willems 2010a

J.H.M. Willems, 'Aandeelhoudersactivisme in Nederland: Troje Revisited', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (reds.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010*, Van der Heijden-reeks nr. 104, Deventer: Kluwer 2010, p. 161-176.

Willems 2010b

J.H.M. Willems, 'Van Groeningen naar Groningen: over litigation en legislation', oratie Groningen 30 november 2010, *Ondernemingsrecht* 2011, 2.

Willems 2012

J.H.M. Willems, 'Rode rafels in het ondernemingsrecht', *AAe* 2012, p. 302-311.

LITERATUURLIJST

Winter 1998

J.W. Winter, 'Stemmen op afstand via het Communicatiekanaal Aandeelhouders' in P.C. van den Hoek et al. (reds.), *Corporate Governance voor Juristen*, IVO-reeks nr. 30, Deventer: Kluwer 1998, p. 81-103.

Winter 1999

J.W. Winter, 'Oorlog en vrede', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 203-204.

Winter 2001

J.W. Winter, 'Vennootschapsrecht en moderne technologie', in R.E. van Esch, J.W. Winter & G.J. van der Ziel, *Afscheid van papier: handelsrecht en moderne technologie*, preadviezen Vereniging Handelsrecht 2001, Deventer: Kluwer 2001, p. 55-136.

Winter 2002

J.W. Winter, 'Beperkt houdbaar', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 395-396.

Winter 2003a

J.W. Winter, 'In Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance', in H.E. Boschma et al (reds.), *LT: verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman*, IVO-reeks nr. 44, Deventer: Kluwer 2003, p. 331-342.

Winter 2003b

J.W. Winter, 'Overname en bescherming onder het nieuwe voorstel voor de 13^e richtlijn' in L.J. Hijmans van den Bergh et al. (reds.), *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, IVO-reeks nr. 40, Deventer: Kluwer 2003, p. 63-78.

Winter 2008

J.W. Winter, 'De saga van de overnamerichtlijn; een wat persoonlijk verslag' in M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge & R.P. ten Have (reds.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie O&R nr. 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 109-121.

Winter 2009

J.W. Winter, 'Crisis wellicht keerpunt in beleggingsstrategie pensioenfondsen', *Pensioen Magazine* 2009, 183.

Winter 2010

J.W. Winter, 'Geen regels maar best practices', in K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (reds.), *Willems' wegen: opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Van der Heijden-reeks nr. 102, Deventer: Kluwer 2010, p. 459-467.

Winter 2011a

J.W. Winter, 'Aandeelhouder engagement en stewardship' in L. Timmerman et al (reds.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht*, IVO-reeks nr. 80, Deventer: Kluwer 2011, p. 39-56.

Winter 2011b

J.W. Winter, 'De staat van ons vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011, 98.

Winter 2011c

J.W. Winter, 'The financial crisis: does good corporate governance matter and how to achieve it?', Duisenberg School of Finance policy paper 2011, nr. 14, te raadplegen via: <<http://www.ssrn.com>>.

Winter 2011d

J.W. Winter, 'Werken met Harry Honée' in L. Timmerman (red.), *Harry Honée-bundel*, IVO-reeks nr. 84, Deventer: Kluwer 2011, p. 11-13.

Winter 2012a

J.W. Winter, 'Corporate Governance en wat het recht niet vermag', *AAe* 2012, p. 416-418.

Winter 2012b

J.W. Winter, 'Rethinking Company Law, Fundamentally', *European Company Law* 2012, p. 267-269.

Winter/Van Ginneken 2009

J.W. Winter & M.J. van Ginneken, 'Stemmen op afstand opnieuw bekeken', in P.H.J. Essers et al. (reds.), *Met Recht*, liber amicorum M.J.G.C. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 139-152.

Witt 2003

P. Witt, *Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb*, Nbf-serie nr. 309, Wiesbaden: Springer Fachmedien Verlag 2003.

Wolf 2014a

M. Wolf, 'AstraZeneca is more than investors' call', *Financial Times* 8 mei 2014.

Wolf 2014b

M. Wolf, *The Shifts and the Shocks – what we've learned – and have still to learn – from the financial crisis*, New York: Penguin Press 2014.

LITERATUURLIJST

Wolf 2015a

M. Wolf, 'Opportunist Shareholders Should Embrace Commitment', keynote speech ICGN London Conference, juni 2015, te raadplegen op <<https://www.icgn.org>>.

Wolf 2015b

M. Wolf, 'Same as It Ever Was – Why the Techno-optimists Are Wrong', *Foreign Affairs* juli/augustus 2015, p. 15-22.

Wolf 2016

M. Wolf, 'Capitalism and democracy: the strain is showing', *Financial Times* 31 augustus 2016.

Woolley 2010

P.E. Woolley, 'Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy' in A. Turner et al (reds.), *The future of finance and the theory that underpins it*, London: London School of Economics and Political Science 2010, p. 121-143.

Wright et al. 2006

M. Wright, L. Renneboog, T. Simons & L. Scholes, 'Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect', *ECGI Working Paper* juli 2006, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.

Zeylemaker 1946

Jb. Zeylemaker Jzn., 'Verleden, heden en toekomst van de Naamloze Vennootschap', *RM Themis* 1945/46, p. 581-665.

Overzicht rechtspraak

Hoge Raad

- HR 8 april 1938, *NJ* 1938, 1076 m.nt. P. Scholten (*Eugen Mehler*).
- HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (*Baus/De Koedoe*).
- HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*).
- HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 m.nt. Ph.A.N. Houwing (*Doetinchemse Ijzergieterij*).
- HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*).
- HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (noot L.J. Hijmans van den Berg bij *NJ* 1960, 473), *AAe* 1960, 55 m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Distilleerderij Melchers*).
- HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Aurora*).
- HR 27 september 2000, *NJ* 2000, 653, *JOR* 2000/217 m.nt. M. Brink (*Gucci*).
- HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 181 m.nt. J.M.M. Maeijer onder *NJ* 2003, 182, *JOR* 2003/58 m.nt. M. Brink (*VIBA*).
- HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57 m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*).
- HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110 m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*).
- HR 29 september 2006, *NJ* 2006, 639 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/62, *Ondernemingsrecht* 2007, 2 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*The Mill Resort*).
- HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178 m.nt. M.P. Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2007, 127 m.nt. M.J. van Ginneken (*ABN AMRO*).
- HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 610 m.nt. J.M.M. Maeijer en *JOR* 2007/237 m.nt. B.F. Assink (*Versatel I*).
- HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 611 m.nt. J.M.M. Maeijer en *JOR* 2007/238 m.nt. S.M. Bartman (*Versatel II*).
- HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 612 m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/239 m.nt. S.M. Bartman en *Ondernemingsrecht* 2008, 58 m.nt. P.M. Storm (*Versatel III*).
- HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 5 m.nt. J.M.M. Maeijer en *JOR* 2008/11 m.nt. A. Doorman (*DSM*).

OVERZICHT RECHTSPRAAK

HR 27 november 2009, *NJ* 2010, 201 m.nt. C.E. du Perron, *JOR* 2010/43 m.nt. K. Frielink (*World Online*).
HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544 m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228 m.nt. M.J. van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 2010, 105 m.nt. P.M. Storm en *AAe* 2010-11 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*ASMI*).
HR 12 oktober 2013, *JOR* 2013/301 m.nt. E.E.U. Vroom (*VEB/KLM*).
HR 4 april 2014, *NJ* 2014, 389 m.nt. P. van Schilfgaarde, *Ondernemingsrecht* 2014, 101 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Cancun*).
HR 20 maart 2015, *NJ* 2015, 361 m.nt. J.W. Winter & P. van Schilfgaarde, *JOR* 2015/251 m.nt. N.E.D. Faber, *Ondernemingsrecht* 2015, 97 m.nt. H. Beckman (*SNS REAAL*).
HR 10 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:412 (*Fugro*) – berustingsincident.

Hof van Justitie

HvJ EG 9 maart 1999, *NJ* 2000, 48 m.nt. P. Vlas (*Centros*).
HvJ EG 5 november 2002, *NJ* 2003, 58 m.nt. P. Vlas (*Überseering*).
HvJ EG 30 september 2003, *NJ* 2004, 394 m.nt. P. Vlas, *JOR* 2003/249 m.nt. G.J. Vossestein (*Inspire Art*).

Ondernemingskamer (Gerechtshof Amsterdam)

Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Batco*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 23 juni 1983, *NJ* 1984, 571 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Hyster*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 december 1983, *NJ* 1985, 383 m.nt. J.M.M. Maeijer (*OGEM*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 januari 1993, *NJ* 1993, 460 (*Zinkwit*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 6 januari 1994, *NJ* 1995, 119 (*Text Lite*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*Gucci I*) m.nt. M. Brink onder *JOR* 1999/89.
Gerechtshof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 m.nt. M. Brink (*Breevast*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 maart 1999, *JOR* 1999/88 (*Gucci II*) m.nt. M. Brink onder *JOR* 1999/89.
Gerechtshof Amsterdam (OK) 27 april 1999, *JOR* 1999/105 (*Gucci III*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 27 mei 1999, *JOR* 1999/121 m.nt. L.L.M. Prinsen (*Gucci IV*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *JOR* 2001/155 m.nt. M. Brink (*Gucci V*).
Gerechtshof Amsterdam (OK) 18 januari 2001, *JOR* 2001/34 m.nt. M. Brink (*VIBA I*).

OVERZICHT RECHTSPRAAK

- Gerechtshof Amsterdam (OK) 4 juli 2001, *JOR* 2001/149 m.nt. M. Brink (*HBG I*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 19 september 2001, *NJ* 2001, 589, *JOR* 2001/224 m.nt. M. Brink (*HBG II*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, *JOR* 2001/251 m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA I*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 18 oktober 2001, *NJ* 2001, 641, *JOR* 2001/255 (*Heineken*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 15 november 2001, *JOR* 2001/252 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*RNA II*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 10 januari 2002, *JOR* 2002/27 m.nt. M. Brink (*VIBA II*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 januari 2002, *JOR* 2002/28 m.nt. M. Brink (*HBG III*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 13 februari 2002, *ARO* 2002, 33 (*RNA III*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 februari 2002, *JOR* 2002/63 (*RNA IV*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*RNA V*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 27 september 2005, *JOR* 2005/272 (*Versatel I*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 december 2005, *JOR* 2006/7 m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Versatel II*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 24 maart 2006, *JOR* 2006/98 (*Versatel III*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 9 oktober 2006, *JOR* 2007/9 m.nt. C. de Groot (*UMI*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 8 december 2006, *JOR* 2007/41, *Ondernemingsrecht* 2007, 54 m.nt. P.M. Storm (*Versatel IV*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 m.nt. J.M. Blanco Fernández, *Ondernemingsrecht* 2007, 53 m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Stork*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 m.nt. M. Brink, *Ondernemingsrecht* 2007, 138 m.nt. P.M. Storm (*DSM*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 m.nt. M.P. Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2007, 103 m.nt. M.J. van Ginneken (*ABN AMRO*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 24 november 2008, *JOR* 2009/9 m.nt. M.W. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2009, 13 m.nt. S.M. Bartman (*Fortis I*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 9 februari 2009, *JOR* 2009/70 m.nt. M.W. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2009, 48 m.nt. S.M. Bartman (*Fortis II*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 13 mei 2009, *JOR* 2009/163 m.nt. R.M. Hermans (*ASMI III*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, *JOR* 2009/254 m.nt. R.M. Hermans, (*ASMI IV*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 9 februari 2009, *JOR* 2009/70 m.nt. M.W. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2009, 48 m.nt. S.M. Bartman (*Fortis II*).
- Gerechtshof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, *JOR* 2010/153 m.nt. G. van Solinge (*Océ/Canon*).

OVERZICHT RECHTSPRAAK

Gerechtshof Amsterdam (OK) 31 januari 2011, *JOR* 2011/140 m.nt. M.W. Josephus Jitta (*A&D Pharma Holdings*).

Gerechtshof Amsterdam (OK) 15 december 2011, *JOR* 2012/77 m.nt. J.F. Ouwehand (*Landis*).

Gerechtshof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Cryo Save*), *Ondernemingsrecht* 2013, 117 m.nt. R. Abma (*Cryo Save*).

Gerechtshof Amsterdam (OK) 14 maart 2016, *ARO* 2016, 44 (*Delta Lloyd*).

Gerechtshof Amsterdam (OK) 21 maart 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:930 (*TMG*).

Overige instanties

Gerechtshof Amsterdam 26 oktober 1978, *NJ* 1980, 70 (*Batco*)

Gerechtshof Arnhem 13 juli 1983, *NJ* 1983, 570 (*Hyster*)

Gerechtshof Amsterdam 7 november 1996, *KG* 1997, 3 (*Huisdierencrematorium Uden*).

Rechtbank Amsterdam 18 mei 2011, *JOR* 2011/320 m.nt. B.P.J. van Ravels (*FortisEffect/Staat*).

Gerechtshof Amsterdam 29 juli 2014, *JOR* 2014/300 m.nt. D.R. Doorenbos (*FortisEffect/Staat*)

Rechtbank Den Haag (Vz) 17 maart 2015, *JOR* 2015/135 m.nt. R.G.J. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2015, 60 m.nt. R.A.F. Timmermans (*Fugro*).

Gerechtshof Den Haag 31 mei 2016, *JOR* 2016/181 m.nt. R.G.J. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2016, 89 m.nt. R.A.F. Timmermans (*Fugro*).

Duitsland

BGH 25 februari 1982, *BGHZ* 83, 122, *NJW* 1982, 1703 (*Holz Müller*).

BGH 21 april 1997, *NJW* 1997, 1926 (*ARAG/Garmenbeck*).

LG Düsseldorf 22 juli 2004, *NJW* 2004, 3275 (*Mannesmann*).

BGH 26 april 2004, *NJW* 2004, 1860 (*Gelatine*).

BGH 21 december 2005, *NJW* 2006, 522 (*Mannesmann*).

BGH 21 september 2009, *NJW* 2009, 2207 (*Kirch/Deutsche Bank*).

Overzicht overige bronnen

Beginselprogramma PvdA 1977

Beginselprogramma van de Partij van de Arbeid, oktober 1977 (geraadpleegd via de website van de lokale afdeling van de PvdA te Leiden, bron: <<http://www.leiden.pvda.nl>>).

BIS Committee Report 2011

Business, Innovation & Skills Committee (House of Commons), 'Is Kraft working for Cadbury', Sixth report of session 2010-2012, 12 mei 2011, te raadplegen op <<http://www.publications.parliament.uk>>.

Cadbury Report 1992

Rapport van de Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Committee) van 1 december 1992, London: Gee & Co. 1992, te raadplegen via <<http://www.ecgi.org>>.

Code Tabaksblat 2003

Commissie Corporate Governance, *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practices bepalingen*, 9 december 2003, *Stcr* 27 december 2004, nr. 250, p. 35 e.v., tevens te raadplegen via <<http://www.corpgov.nl>>.

Code Tabaksblat Concept 2003

Commissie Corporate Governance, concept voor de Nederlandse Corporate Governance Code d.d. 1 juli 2003, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>.

Code Frijns 2008

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practices bepalingen*, 10 december 2008, *Stcr* 3 december 2009, nr. 18499, p. 1 e.v., tevens te raadplegen via <<http://www.corpgov.nl>>.

Code Van Manen concept 2016

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Voorstel tot herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code; een uitnodiging tot commentaar*, 11 februari 2016, bron: <<http://www.corpgov.nl>>.

OVERZICHT OVERIGE BRONNEN

Code Van Manen 2016

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, 8 december 2016, te raadplegen via <<http://www.corpgov.nl>>.

Commissie Peters 1996

Commissie Corporate Governance, *Corporate Governance in Nederland*, concept-rapport van 28 oktober 1996, in verkorte vorm opgenomen in *De N.V.* 1996, p. 318-321.

Commissie Peters 1997

Commissie Corporate Governance, *Corporate Governance in Nederland: de Veertig Aanbevelingen*, 25 juni 1997, te raadplegen op <<http://www.corpgov.nl>>.

CLR Developing the Framework 2000

The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy – Developing the Framework*, consultation document on company law reform no. 5, maart 2000.

CLR Final Report 2001

The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy – Final Report*, juli 2001.

EU Action Plan 2003

Mededeling van de Europese Commissie aan de Raad en het Europese Parlement ‘Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward’ van 21 mei 2003, COM (2003) 284 def.

EU Action Plan 2012

Mededeling van de Europese Commissie aan het Europese Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio’s ‘Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies’ van 12 december 2012, COM (2012) 740/2.

Eumedion Position Paper 2016

Eumedion ‘Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met controlerend aandeelhouder’ van 28 juni 2016, te raadplegen op <<http://www.eumedion.nl>>.

Hampel Report 1998

Rapport van de Committee on Corporate Governance (Hampel Committee), London: Gee Publishing 1998, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.

OVERZICHT OVERIGE BRONNEN

Handelingen NJV 1953

Handelingen van de Nederlandse Juristen Vereniging, tweede zitting van zaterdag 27 juni 1953, Zwolle: Tjeenk Willink 1953, p. 91-195.

High Level Group Report on EU Company Law 2002

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe van 4 november 2002 (<http://ec.europa.eu/internal_market/company>).

High Level Group Report on Takeover Bids 2002

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids van 10 januari 2002 (<http://ec.europa.eu/internal_market/company>).

High Level Group Report on European Corporate Governance 2004

Report of the High Level Group of Company Law Experts for the European Corporate Governance Conference on European Corporate Governance in company law and codes van 18 oktober 2004 (<http://ec.europa.eu/internal_market/company>).

Lissabon agenda 2000

Presidency Conclusions of the Lisbon European Council, 23-24 March 2000, te raadplegen via <http://ec.europa.eu/archives/growthandjobs/european-councils/index_en.htm>.

Lisbon Strategy Review 2004

Facing the Challenge: the Lisbon Strategy for Growth and Employment, rapport van 1 november 2004, bron: <<http://ec.europa.eu/research/evaluations/pdf/archive>>.

Maßnahmenkatalog 2003

Maßnahmenkatalog zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes van de Duitse bondsregering van 25 februari 2003, inhoud te raadplegen in het nieuwsbericht 'Zyprië en Eichel stellen 10-Punkte-Programm für besseren Anlegerschutz vor', *Beck-Online* bericht van 25 februari 2003 (Becklink nr. 87731), bron: <<http://www.beck-online.de>>.

Monitoring Commissie Peters 1998

Monitoring Commissie Corporate Governance, *Bericht van de Monitoring Commissie Corporate Governance en de uitkomsten van het onderzoek verricht door het Economisch Instituut Tilburg (EIT), verbonden aan de Katholieke Universiteit Brabant*, Deventer: Kluwer 1998.

OVERZICHT OVERIGE BRONNEN

Myners Report 2001

P.A. Myners, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, rapport in opdracht van HM Treasury van 6 maart 2001, te raadplegen via <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk>>.

OECD Principles 1999

OECD Principles of Corporate Governance van 27 mei 1999. (<<http://www.oecd.org>>).

Rapport Commissie Beschermingsconstructies 1987

Rapport van de Commissie Beschermingsconstructies (Commissie Van der Grinten) aan het bestuur van de Vereniging voor de Effectenhandel, 26 november 1987.

Rapport Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer 2010

J.M.G. Frijns, J.A. Nijsen & L.J.R. Scholtens, *Pensioen: "Onzekere zekerheid", een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen*, rapport Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer van 19 januari 2010, Kamerstukken II (bijlagen), 2009/10, 30 413, nr. 138.

Rapport Commissie Verdam 1964

Commissie Ondernemingsrecht, *Herziening van het Ondernemingsrecht*, rapport van de commissie ingesteld bij beschikking van de Minister van Justitie van 8 april 1960, Den Haag: Staatsuitgeverij 1965.

Rapport Planbureau voor de Leefomgeving 2016

'Opties voor energie- en klimaatbeleid', beleidsstudie van het Planbureau voor de Leefomgeving van 18 juli 2016, te raadplegen op <<http://www.pbl.nl>>.

Rapport Wiardi Beckman Stichting 1959

J. Valkhoff (red.), *De hervorming van de onderneming*, Den Haag: Dr. Wiardi Beckman Stichting 1959.

Rapport Wiardi Beckman Stichting 1974

A. Peper (red.), *Op weg naar arbeiderszelfbestuur*, Amsterdam: Dr. Wiardi Beckman Stichting 1974.

Rapport World Bank 2005

S. Koeberle, H. Bedoya, P. Silarzsky & G. Verheijen (reds.), *Conditionality Revisited: Concepts, Experiences and Lessons*, rapport Wereldbank 2005, te raadplegen via <<http://www.worldbank.org>>.

OVERZICHT OVERIGE BRONNEN

Rapport World Bank 2006

Rapport van de Wereldbank, *Doing Business in 2007: How to Reform*, 5 september 2006, bron: <<http://www.doingbusiness.org>>.

Rapport WRR 1980

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, *Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie*, rapport van 21 mei 1980 (nr. 18), Den Haag: Sdu 1980, te raadplegen op <<http://www.wrr.nl>>.

Reflection Group Report 2011

Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law van 5 april 2011 (<http://ec.europa.eu/internal_market/company>).

Regierungskommission Corporate Governance 2001

Regierungskommission Corporate Governance, *Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts*, Köln: Otto Schmidt Verlag 2001, Deutscher Bundestag Drucksache 14/7515 (14 augustus 2001).

Schröder/Blair Manifest 1999

G. Schröder & A. Blair, 'Der Weg nach vorne für Europas Sozialdemokraten – Ein Vorschlag von Gerhard Schröder und Tony Blair', gezamenlijke verklaring gepresenteerd te London op 8 juni 1999, te raadplegen <<https://www.kuwi.europa-uni.de>>.

SER-advies herziening ondernemingsrecht 1969

SER-advies *De Herziening van het Ondernemingsrecht 1969/14* van 19 september 1969, bron: <<http://www.ser.nl>>.

SER-advies Dertiende Richtlijn 1990

SER-advies *Dertiende richtlijn openbaar bod* van 19 oktober 1990, advies 90/18, bron: <<http://www.ser.nl>>.

SER-advies structuurregeling 2001

SER-advies *Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling* van 19 januari 2001, bron: <<http://www.ser.nl>>.

Statistisch Bulletin DNB 2002

De Nederlandsche Bank (auteur: R.P. Sparling), 'Dutch external assets', *Statistical Bulletin* special issue February 2002, te raadplegen op <<http://www.dnb.nl>>.

OVERZICHT OVERIGE BRONNEN

Statistisch Bulletin DNB 2009

De Nederlandsche Bank, 'Toegenomen gevoeligheid pensioenfondsen voor beleggingen in buitenland', *Statistisch Bulletin* juni 2009, te raadplegen op <<http://www.dnb.nl>>.

Turner Review 2009

A. Turner, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, onderzoek in opdracht van het Britse ministerie van financiën, maart 2009, bron: <<http://www.fsa.gov.uk>>.

UK Combined Code 1998

Committee on Corporate Governance (Hampel Committee), *The Combined Code – Principles of Good Governance and code of best practice*, juni 1998, te raadplegen op <<http://www.ecgi.org>>.

UK Corporate Governance Reform Green Paper 2016

Consultatiedocument 'Corporate Governance Reform: Green Paper', van de Britse regering, Department for Business, Energy & Industrial Strategy van 29 november 2016, bron: <<https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>>.

UK Stewardship Code 2010

Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, juli 2010, te raadplegen via <<https://www.frc.org.uk>>.

Walker Review 2009

D. Walker, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations*, rapport in opdracht de Britse regering van 26 november 2009, te raadplegen via <<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk>>.

WRR 2013

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, *Naar een lerende economie: investeren in het verdienvermogen van Nederland*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2013.

Dankwoord

Een mens kan zelf aan een proefschrift beginnen, maar een proefschrift afmaken kan alleen met hulp, steun en toeverlaat van anderen. Bij mij was dit niet anders. Ik wil met name de volgende personen bedanken.

Mijn dank gaat in de eerste plaats uit naar Theo Raaijmakers. Dat mijn interesse als onverschillige student voor het ondernemingsrecht werd gewekt, is te danken aan Theo's bevolgen en prikkelende colleges. Daarna werd Theo achtereenvolgens mijn klankbord tijdens mijn studies in het buitenland, mijn afstudeerbegeleider en mijn promotor. Het is mij niet gelukt om voor het verlopen van Theo's ius promovendi na zijn emeritaat mijn promotieonderzoek af te ronden. Ik hoop evenwel dat het eindresultaat recht doet aan wat ik van Theo heb geleerd. Hetzelfde geldt voor mijn oud-collega's van de vakgroep Business Law binnen de rechtenfaculteit van de Universiteit van Tilburg, waaraan ik vier jaar verbonden ben geweest, in het bijzonder Danique van Abeelen, Christoph van der Elst, Joe McCahery, Ger van der Sangen, Erik Vermeulen en Wim Weterings.

Veel dank ben ik ook verschuldigd aan Vino Timmerman, mijn Rotterdamse promotor. Vanaf het eerste moment dat ik Vino over mijn promotieonderzoek benaderde heeft hij telkens weer mij vanuit een oprechte belangstelling gestimuleerd om verder te gaan. Vino nam altijd ruim de tijd voor onze gesprekken en hij heeft stapels werkdocumenten nauwgezet becommentarieerd. Daarbij beheerst hij als geen ander de kunst om de promovendus op een prettige wijze aan het denken te zetten en zo hem/haar toch maar verder te laten schaven aan bepaalde teksten. Mijn dank gaat voorts uit naar Bastiaan Assink, Maarten Kroeze, Huub Willems, Harm-Jan de Kluiver en Albert Verdam voor hun bereidheid om zitting te nemen in de leescommissie respectievelijk de promotiecommissie.

Promoveren doet een mens gelukkig nooit alleen, er zijn altijd wel mensen die zich in hetzelfde schuitje bevinden. Ik dank daarom mijn 'lotgenoten' waarmee ik periodiek kon praten over het wel en wee van een promovendus in het ondernemingsrecht. In het bijzonder denk ik hierbij aan Jaap Barneveld, Matthijs de Jongh, Manuel Lokin, Alexander Schild en Michael Schouten.

De collega's en oud-collega's met wie ik in de afgelopen tien jaar als advocaat bij NautaDutilh samen heb gewerkt zijn van grote invloed geweest op mijn vorming als jurist en persoon. Ik noem hier met name Arlette Boot, Willem Calkoen, Gaike Dalenoord, Marieke Faber, Robert van Galen, Leo Groothuis,

DANKWOORD

Erik Hammerstein, Hein Hooghoudt, Bas van Hunnik, Maarten ten Kate, Bart van Kempen, Philippine van Leeuwen, Martijn Molenaar, Harmen de Mol van Otterloo, Wikke Nijland, Gosse Oosterhoff, Jochem Polderman, Jochem Prinsen, Geert Raaijmakers, Barbara Rumora-Scheltema, Bjarni Schim, Christine Smit, Rogier Stevens, Paul Storm, Jaap Jan Trommel en Freerk Vermeulen. Een bijzonder woord van dank is voor Christiaan de Brauw en Paul Olden. Christiaan heeft mij in mijn jaren als M&A-advocaat veel geleerd en hij heeft mij zowel in zakelijk- als in wetenschappelijk opzicht vele kansen geboden om me verder te ontwikkelen. Paul heeft mij als beginnend advocaat onder zijn hoede genomen. Hij heeft door de jaren heen veel tijd en energie gestoken in mijn opleiding en verdere vorming als advocaat, ondernemingsrechtjurist en mens. De sporen van hun inspanningen voor mijn ontwikkeling zijn in dit boek zichtbaar.

Er zijn veel mensen in mijn omgeving waaraan ik de afgelopen jaren te weinig aandacht heb besteed. Ik denk hierbij in de eerste plaats aan mijn zus Esther Overkleef en haar gezin. Ook vriendschappen heb ik minder intensief onderhouden dan had gemoeten. Ik ben iedereen dankbaar voor het getoonde begrip en geduld. Ik beloof dat ik niet nog eens tien jaar lang aan een boek zal werken.

Mijn vriendin Marlies Luursema heeft mij altijd gesteund in alles wat ik doe. Toen het er echt om spande, heeft zij mij het laatste zetje gegeven om de eindsprint in te zetten. Ik ben haar heel veel dank verschuldigd voor haar aanmoediging, steun en geduld en ik ben ontzettend blij dat we dit project samen tot een mooi einde hebben weten te brengen.

Tot slot wil ik mijn ouders Frans Overkleef en Margriet Overkleef-Verburg bedanken. Mijn brede belangstelling voor de wereld is thuis aan de keukentafel gevormd door de vele gesprekken die zij altijd met mij hebben gevoerd. Mijn moeder trad bovendien als jurist en ervaringsdeskundige regelmatig op als sparringpartner in inhoudelijke discussies en in gesprekken over het schrijven van een proefschrift. Elk op hun eigen manier hebben mijn ouders mij ook gestimuleerd om mijn onderzoek door te zetten en af te maken. Ook voor hen is mijn promotietraject een lange rit geweest en ik ben blij dat het er op zit. Tegelijkertijd weet ik zeker dat er ook na afronding van dit project nog genoeg is om aan de keukentafel over te praten en dat is maar goed ook.

Curriculum vitae

Frans Overkleeft werd op 27 maart 1982 geboren te Utrecht. Hij deed in 2000 eindexamen gymnasium aan het St. Odulphuslyceum in Tilburg en ging aansluitend rechten studeren aan de Universiteit van Tilburg (UvT). Gedurende het academisch jaar 2003-2004 studeerde hij twee semesters aan de Universität Heidelberg (voorheen de Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) in Duitsland. Frans behaalde in juli 2005 zijn doctoraal Nederlands recht, accent Staats- en Bestuursrecht (Europees Bestuursrecht) aan de Universiteit van Tilburg. In mei 2006 behaalde hij een LL.M. aan de University of Minnesota Law School te Minneapolis, Verenigde Staten. In oktober 2006 voltooide hij een tweede afstudeerscriptie waarmee hij het aanvullend accentprogramma Privaatrecht (Ondernemingsrecht) binnen de afstudeerrichting Nederlands recht aan de Universiteit van Tilburg afrondde.

Frans is sinds december 2006 werkzaam voor NautaDutilh N.V. en werd in februari 2007 beëdigd als advocaat te Amsterdam. Van januari 2007 tot januari 2011 was hij daarnaast in deeltijd werkzaam als wetenschappelijk docent-onderzoeker aan de Universiteit van Tilburg (Tilburg Law School, departement Business Law). Hij is redacteur van het *Maandblad voor Ondernemingsrecht*.

UITGAVEN VANWEGE HET INSTITUUT VOOR ONDERNEMINGSRECHT,
RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN EN ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

1. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. W.J. Slagter, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Geschillen in de onderneming, 1984.
2. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. P.J. Dortmund, mr. P.C. van den Hoek, mr. H.L.J. Roelvink, prof. mr. H.J.M.N. Honée. De nieuwe misbruikwetgeving, 1986.
3. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, Misbruik van rechtspersonen, 1986.
4. Mr. L. Timmerman, Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers, 1988.
5. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. M.R. Mok, prof. mr. E. Aardema, Aandelen, 1988.
6. Mr. S.M. Bartman, Concernbeleid en aansprakelijkheid, 1989.
7. Mr. J.B. Huizink, Bestuurders van rechtspersonen, 1989.
8. Mr. A.F.M. Dorresteyn, Tegenstrijdig belang van bestuurders en commissarissen, 1989.
9. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. C.A. Boukema, mr. H.J.M.N. Honée, mr. H.L.J. Roelvink, mr. A.L. Mohr, prof. mr. P. van Schilfgaarde, Piercing Van Schilfgaarde, 1990.
10. Mr. B.H.A. van Leeuwen, Beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur, 1990.
11. Prof. mr. W.J. Slagter, mr. Karin C. Th. Schouwenberg, mr. A.G. van Solinge, mr. A.L. Mohr, prof. dr. L.G.M. Stevens, mr. A.J.S.M. Tervoort, mr. M.E. Koppenol-Laforce, Aspecten van het EESV, 1990.
12. Mr. J.N. Schutte-Veenstra, Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG, 1991.
13. Mr. B.T.M. Steins Bisschop, De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen, 1991.
14. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. H.J.M.N. Honée, mr. S.E. Eisma, prof. dr. H.P. Westermann, mr. M.W. den Boogert, mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P.F. van der Heijden, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Ondernemingsrechtelijke contracten, 1991.
15. Mr. J.W. Winter, Concernfinanciering, 1992.
16. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. S.E. Eisma, prof. G.K. Morse, mr. L.H. Slijkhuis, prof. mr. A.L. Mohr en mr. T. Drion, De dubbelrol in het vennootschapsrecht, 1993.
17. Dr. R.H. van het Kaar, Medezeggenschap bij fusie en ontvlechting, 1993.
18. Mr. J.W. Winter, mr. drs. H. Langman, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, mr. H.J.M.N. Honée, Beschouwingen over concernfinanciering, 1993.
19. Mr. J.M. Blanco Fernández, De raad van commissarissen bij nv en bv, 1993.
20. Mr. G.M. ter Huurne, Nieuwe regels voor de levering van aandelen op naam, 1994.
21. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Meldingsplicht voor beursvennootschappen, 1994.
22. Mr. R.C. van Dongen, Identificatie in het rechtspersonenrecht, 1995.
23. Mr. M.Y. Nethe, De ontbinding van lege besloten en naamloze vennootschappen, 1995.
24. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.C. van den Hoek, mr. D.C. Buijs, prof. mr. drs. H.P.J. Ophof, prof. mr. drs. H. Beckman en mr. J.W. Winter, Knelpunten in de vennootschapswetgeving, 1995.
25. Prof. mr. H. Beckman, De jaarrekeningvrijstelling voor afhankelijke groepsmaatschappijen, 1995.

26. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. W.D.H. Asser, mr. J.B. Huizink, mr. O.L.O. deWitt Wijnen, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. drs. H. Beckman, Rechtspleging in het ondernemingsrecht, 1997.
27. Mr. W.J. Oostwouder, Management Buy-out, 1996.
28. Mr. H.E. Boschma, De eenpersoons-bv, 1997.
29. Mr. J.B. Wezeman, Aansprakelijkheid van bestuurders, 1998.
30. Prof. mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. dr. E. Wymeersch, mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.B. Huizink, Corporate Governance voor juristen, 1998.
31. Mr. S.H.M.A. Dumoulin, Besluitvorming in rechtspersonen, 1999.
32. Mr. M.L. Lennarts, Concernaansprakelijkheid, 1999.
33. Mr. M. Koelemeijer, Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen, 1999.
34. Mr. E.E.G. Gepken-Jager, Vertegenwoordiging bij NV en BV, 2000.
35. Peter van Schilfgaarde Select, 2000.
36. Prof. mr. J.W. Winter, mr. J.-W.G.Vink, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. mr. S.E. Eisma, prof. mr. S. Perrick, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. L. Timmerman, De beursvennootschap, 2001.
37. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking, 2001.
38. Mr. Th. Groenewald, Doeloverschrijding bij NV en BV, 2001.
39. Mr. G.N.H. Kemperink, Fusies, overnames en medezeggenschapsrechten, 2002.
40. Mr. L.J. Hijmans van den Bergh, prof. mr. Gerard van Solinge, mr. T. de Waard, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. H.J. de Kluiver, prof. mr. P.J. Dortmond, mr. J.N. Schutte-Veenstra, mr. E.D.G. Kiersch, prof. Jonathan Rickford, Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, 2003.
41. Marius Josephus Jitta, Vino Timmerman, Guus Kemperink, Richard Norbruis, Anthony Driessen, Peter van der Zanden en HuubWillems, The Companies and Business Court from a comparative law perspective, 2003.
42. Mr. B. Bier, Uitkeringen aan aandeelhouders, 2003.
43. Mr. M. Meinema, Dwingend recht voor de besloten vennootschap, 2003.
44. LT, Verzamelde ‘Groninger’ opstellen aangeboden aan Vino Timmerman, 2003.
45. Mr. M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie, 2004.
46. Mr. P.G.F.A. Geerts, Enkele formele aspecten van het enquêterecht, 2004.
47. Mr. M.L. Lennarts en mr. J.N. Schutte-Veenstra, Versoepeling van het BV- kapitaalbeschermingsrecht, 2004.
48. Mr. K.I.J. Visser, Zeggenschapsrechten van houders van een recht van pand of vruchtgebruik op aandelen op naam, 2004.
49. Mr. J.G. Groeneveld-Louwerse, Publieke wenselijkheid of private beleidsvrijheid, 2004.
50. Mr. Hanny Schutte-Veenstra, mr. Hylda Boschma, prof. mr. Marie-Louise Lennarts, Alternative systems for capital protection 2005.
51. Prof. mr. Peter van Schilfgaarde, mr. Hanny Schutte-Veenstra, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. L. Timmerman, mr. Brian Mezas, prof. mr. Jan Berend Wezeman, mr. Ellen Kiersch, prof. mr. Jaap Winter, prof. mr. Harm-Jan de Kluiver, Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, 2005.
52. Mr. S. Parijs, Fairness opinions and liability, 2005.
53. Mr. J.B.W.M. Kemperink, Vraagstukken rond (terug)storting op nv/bv-aandelen en van coöperatierecht, 2006.
54. Mr. A. Haan-Kamminga, Supervision on takeover bids, 2006.
55. Mr. dr. H.H. Voogsgeerd, Corporate Governance Codes, Markt- of rechtsarrangement?, 2006.
56. Xiaoning Li, A comparative study of shareholders’ derivative actions, 2007.

57. Prof. mr. Hans Beckman, Mr. Herman L. Kaemingk, Mr. drs. Charles Honée, Prof. mr. L. Timmerman, Prof. mr. A.F. Verdam, Prof. mr. Maarten Kroeze, Prof. mr. Jan Berend Wezeman, Mr. Barbara Bier, Prof. mr. Jaap Winter, Prof. mr. M.W. den Boogert, De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, 2007.
58. Mr. M.A. Verbrugh, Structuurwijzigingen bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers, 2007.
59. Mr. drs. B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, 2007.
60. Mr. A.G.H. Klaassen, Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders, 2007.
61. Mr. M.L.H. Reumers, Samengevoegde afwikkeling van faillissementen, 2007.
62. Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert, 2008.
63. Mr. S.N. de Valk, Aansprakelijkheid van leidinggeevenden. Naar privaatrechtelijke, strafrechtelijke en bestuursrechtelijke maatstaven, 2009.
64. Mr. A. van der Krans LLM, De virtuele aandeelhoudersvergadering, 2009.
65. Prof. dr. K. Cools RA, Mr. P.G.F.A. Geerts, Prof. mr. M.J. Kroeze, Mr. drs. A.C.W. Pijls, Het recht van enquête, een empirisch onderzoek, 2009.
66. Prof. dr. Thomas Blanke, dr. Edgar Rose, dr. HermanVoogsgeerd, prof. dr. Wijnand Zondag, Recasting Worker Involvement?, 2009.
67. Prof. mr. M.J. Kroeze, Dr. E.M.H. Hirsch Ballin, Dr. A.H.G. Rinnooy Kan, Prof. mr. L. Timmerman, Prof. mr. M. van Olffen, Mr. M. Holtzer, Prof. dr. M. Wyckaert, Prof. dr. K. Geens, Prof. mr. J.B. Wezeman, Prof. mr. M.L. Lennarts, Mr. P.D. Olden, Prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, Bestuur en toezicht, 2009.
68. Mr. H. Koster, De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief, 2009.
69. Mr. F. Veenstra, Impassezaken en verantwoordelijkheden binnen het enquêterecht, 2010.
70. Mr. B. Snijder-Kuipers, Omzetting als rechtsvormwijziging, 2010.
71. Europees ondernemingsrecht: 50 jaar na Sanders' Europese NV, 2010.
72. Mr. P.P. de Vries, Exit rights of minority shareholders in a private limited company, 2010.
73. Mr. D.A.M.H.W. Strik, Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid, 2010.
74. Mr. J.B.S. Hijink, Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen, 2010.
75. Mr. J.B.S. Hijink en Mr. M.A. Verbrugh e.a., Grensoverschrijdend ondernemen na Cartesio, 2010.
76. Prof. mr. B.F. Assink e.a., Evolutie van het bestuurdersaansprakelijkheidsrecht, 2011.
77. Mr. T.E. Lambooy, Corporate Social Responsibility, 2010.
78. Mr. H.M. Punt, Het vennootschapsrecht van Holland, 2010.
79. Mr. M.J. van Ginneken, Vijandige overnames, 2010.
80. Prof. mr. M.J. Kroeze, Prof. mr. J.B. Wezeman, Prof. mr. L. Timmerman, Prof. mr. B.F. Assink, Prof. mr. J.W. Winter, Prof. mr. L.G. Verburg, Prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, Mr. drs. H.H. Kersten, Prof. mr. W.J.M. van Veen, Mr. P. Glazener, Prof. mr. H. Beckman, SamenWerken in het ondernemingsrecht, 2011.
81. Mr. drs. I.S. Wuisman, Een Nederlandse personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid: wenselijk?, 2011.
82. Qiuju Wang, Exit remedies for minority shareholders in close companies, 2011.
83. Mr. M. Mussche, Vertrouwen op informatie bij bestuurlijke taakvervulling, 2011.
84. Prof. mr. L. Timmerman, Harry Honée-bundel, 2011.
85. Mr. W.J.L. Calkoen, The One-Tier Board in the changing and converging world of corporate governance, 2012.
86. Mr. J.G.C.M. Galle, Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research, 2012.
87. Mr. drs. T.M.C. Arons, Cross-border enforcement of listed companies' duties to inform, 2012.
88. Mr. M.C. Schouten, The Decoupling of Voting and Economic Ownership, 2012.

89. Mr. A.J.M. Klein Wassink, *Toetsing van besluiten in het rechtspersonenrecht*, 2012.
90. Mr. drs. N.J.M. van Zijl, *The Importance of Board Independence – A Multidisciplinary Approach*, 2012.
91. Mr. A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, 2012.
92. Mr. G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, 2013.
93. Mr. A.J.S.M. Tervoort, *Het bestuursverbod bij de commanditaire vennootschap*, 2013.
94. Mr. J.M. de Jongh, *Tussen *societas* en *universitas*, De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief*, 2014.
95. Mr. M. Holtzer, *De invloed van werknemers op de strategie van de vennootschap*, 2014.
96. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, Prof. mr. H.E. Boschma, Prof. mr. J.B.S. Hijink, Prof. mr. J.W. Winter, Prof. mr. J.H.M. Willems, Prof. dr. J.A. van Manen RA, Mr. A.R.J. Croiset van Uchelen, Mr. C.W.M. Lieverse, Prof. mr. L. Timmerman, *Ondernemingsrecht in tijden van crisis*, 2014.
97. Mr. P.P.D. Mathey-Bal, *De positie van de vennootschap onder firma. In civielrechtelijk, vennootschapsrechtelijk, publiekrechtelijk en Europeesrechtelijk perspectief*, 2016.
98. Prof. mr. L. Timmerman, Mr. dr. J.N. Schutte-Veenstra, Mr. dr. J.M. de Jongh, Mr. dr. C.H.C. Overes, Mr. dr. A.J.S.M. Tervoort, Prof. mr. J.B. Wezeman, Prof. mr. B.F. Assink, Prof. mr. J.B.S. Hijink, Prof. mr. J.H.M. Willems, *Eenheid en verscheidenheid in het ondernemingsrecht*, 2016.
99. *De toekomst van het ondernemingsrecht – het ondernemingsrecht van de toekomst*, Opstellen voor Prof. mr. L. (Vino) Timmerman, ter gelegenheid van zijn 65^{ste} verjaardag en 25+ jaar hoogleraarschap, 2015.
100. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, *De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht*, 2016.
101. Mr. drs. N.T. Pham, *Directors' liability. A legal and empirical study*, 2017.
102. Mr. Chr.M. Stokkermans, *Sleutels voor personenvennootschapsrecht*, 2017.
103. Mr. F.G.K. Overkleeft, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen*, 2017.

Het Instituut voor Ondernemingsrecht is een wetenschappelijk studiecentrum op het gebied van het rechtspersonenrecht, ondernemingsrecht en effectenrecht van de Faculteit Rechtsgeleerdheid van de Rijksuniversiteit Groningen en de Erasmus Universiteit Rotterdam. Het staat onder leiding van Bastiaan Assink, Hylda Boschma, Loes Lennarts, Marnix van Ginneken, Maarten Kroeze, Hanny-Schutte Veenstra, Maarten Verbrugh, H el ene Vletter-van Dort en Jan Berend Wezeman.

In de periode tussen 1999 en 2004 is de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen aanzienlijk versterkt. Dit gebeurde onder meer via wetgeving (de Wet structuurregeling uit 2004), zelfregulering (de Code Tabaksblad uit 2003) en rechtspraak (de beschikkingen van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad inzake *Gucci*, *RNA* en *HBG* tussen 1999 en 2003). Naast een versterking op juridisch niveau was ook sprake van een versterking op feitelijk- en op normatief niveau. In de jaren na 2004 bleek dit bouwwerk rond de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen evenwel op punten in de praktijk anders uit te pakken dan was voorzien. Dit uitte zich onder meer in een toegenomen kwetsbaarheid van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen voor aandeelhoudersactivisme en overnamegeschillen. Dit boek beschrijft de herkomst van de ontwikkelingen tussen 1999 en 2004 en analyseert de gevolgen ervan, inclusief de correcties die in de jaren erna op deze ontwikkelingen zijn aangebracht. Aan het slot wordt stilgestaan bij de vraag welke lessen uit deze episode getrokken kunnen worden voor de verdere rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen. In zoverre behelst dit boek zowel een evaluatie van het ondernemingsrecht over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen dat met wetgeving, zelfregulering en rechtspraak in de periode tussen 1999 en 2004 tot stand is gebracht als ook een verkennende studie met het oog op mogelijke toekomstige aanpassingen in wetgeving en zelfregulering.

WWW.WOLTERSKLUWER.NL



verkrijgbaar als e-book
www.wolterskluwer.nl/e-books



Wolters Kluwer